



**DEISE PONTE
FAUSTINO**

**EFEITOS DA INTERNACIONALIZAÇÃO NA
ESTRUTURA DE CAPITAL: LUSIAVES**



**DEISE PONTE
FAUSTINO**

EFEITOS DA INTERNACIONALIZAÇÃO NA ESTRUTURA DE CAPITAL: LUSIAVES

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Economia, realizada sob a orientação científica da Professora Doutora Celeste Maria Dias de Amorim Varum, Professora Auxiliar do Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial da Universidade de Aveiro, e co orientação científica da Professora Doutora Mara Teresa da Silva Madaleno, Professora Auxiliar do Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial da Universidade de Aveiro

“Os nossos conhecimentos são a reunião do raciocínio e experiência de numerosas mentes.”

Ralph Emerson
(1803-1882)

o júri

presidente

Prof. Doutor Hugo Casal Figueiredo
Professor Auxiliar, Universidade de Aveiro

Prof.^a Doutora Rosa Maria Correia Fernandes Portela Forte
Professora Auxiliar, Faculdade de Economia da Universidade do Porto

Prof.^a Doutora Celeste Maria Dias de Amorim Varum
Professora Auxiliar , Universidade de Aveiro

Agradecimentos

Eles são o meu Pilar, desde sempre... Eles conseguiram que o meu crescimento não fosse meramente físico... Tornaram-me a pessoa que sou hoje, aquela que não poderia estar mais orgulhosa e agradecida por tudo. Eles, os Meus Pais e Irmão.

Agradeço, também, à comunidade académica que durante todo este tempo me apoiou e fez parte de Mim.

Um especial obrigado às duas mais que Professoras que me motivaram, apoiaram e permitiram que esta dissertação toma-se forma, a Professora Doutora Celeste Maria Dias Amorim Varum e a Professora Doutora Mara Teresa da Silva Madaleno.

Os meus sinceros agradecimentos a todos vós!

palavras-chave

Estrutura de Capital; Exportações; Internacionalização

resumo

O estudo da estrutura de capital ótima de uma empresa recai numa temática que revela claramente a interação entre fatores internos e fatores externos à empresa. Neste contexto, o presente estudo explora o efeito do grau de internacionalização, via exportações, sobre a estrutura de capital das empresas. Para além do enquadramento teórico, nesta tese explora-se empiricamente o tema. O estudo parte do caso da empresa onde a candidata desenvolveu o seu estágio, o Grupo Lusiaves, o qual engloba empresas com diferentes graus de envolvimento internacional. A análise permite concluir que as empresas exportadoras do Grupo Lusiaves evidenciam um maior endividamento total, e um maior endividamento de médio e longo prazo. Numa segunda componente empírica o estudo é aplicado a uma amostra de 200 empresas portuguesas de quatro setores de atividade distintos, associados ao sector da Lusiaves. Do estudo conclui-se que as empresas com atividade exportadora apresentam um menor rácio de endividamento, não se registando efeitos de não linearidade.

keywords

Capital Structure; Exports; Internationalization

Abstract

The study of optimal capital structure of a company rests on a theme that clearly reveals the interaction between internal factors and external factors to the company. In this context, the present study explores the effect of the degree of internationalization through exports, on the capital structure of companies. In addition to the theoretical framework, this thesis empirically explores the theme. The study starts from the case of firm where the candidate has developed her stage, Lusiaves Group, which includes companies with different degrees of international involvement. The analysis shows that the exporting companies of Lusiaves Group show a greater total debt and higher levels of medium and long term debt. A second component empirical study is applied to a sample of 200 Portuguese companies of four distinct sectors of activity associated with the Lusiaves sector. The study concludes that companies with export activity have a lower debt ratio, without effects of nonlinearity.

Índice de Conteúdos

Capítulo 1 – Introdução	19
Capítulo 2 – Enquadramento	21
2.1 Apresentação do Estágio	21
2.2 Apresentação do Grupo Lusiaves.....	23
2.3 Identificação da Temática	29
Capítulo 3 – Revisão da Literatura	31
3.1 Estrutura de Capital.....	31
3.1.1 Teoria <i>Trade-off</i>	32
3.1.2 Teoria da Agência.....	33
3.1.3 Teoria <i>Pecking-Order</i>	34
3.2 Estrutura de Capital e Internacionalização.....	37
3.2.1 Risco e Assimetrias de Informação.....	40
3.2.2 Oportunidades de Crescimento	41
3.3 Questões de Investigação	42
Capítulo 4 - Análise Descritiva do Grupo Lusiaves	44
4.1 Evolução do Volume de Vendas 2008-2012.....	46
4.1.1. Conclusão.....	54
4.2 Grau de Internacionalização e Situação Económico-Financeira.....	55
4.2.1. Grau de Internacionalização	56
4.2.2 Indicadores de Rendibilidade.....	58
4.2.2.1 Conclusão	62
4.2.3. Indicadores de Endividamento.....	64
4.2.3.1 Conclusão	68
Capítulo 5 – Análise Empírica	70
5.1 Metodologia e Seleção da Amostra.....	70
5.2 Modelo Estimado	73
5.3 Especificação das Variáveis e Estatística Descritiva	75
5.3.1 Variáveis Dependentes	75
5.3.2 Variáveis Independentes	76
5.3.3 Estatística Descritiva.....	77
5.4 Discussão de Resultados	78
Capítulo 6 - Conclusão	84
Referências	86

Índice de Ilustrações

Ilustração 1: Universo Geográfico do Grupo Lusiaves	27
Ilustração 2: Quotas das participações do Grupo Lusiaves sobre as empresas que o integravam em 2012	28

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Peso das Exportações e Vendas Nacionais no Volume de Vendas Total do Grupo Lusiaves: 2008 - 2012 (%)	52
Gráfico 2: Peso das Exportações no Volume Total de Vendas do Grupo Exportadoras: 2008 - 2012 (%).....	53
Gráfico 3: Resultados Médios dos Indicadores de Rendibilidade do Grupo Lusiaves: 2008-2012 (%)	62
Gráfico 4: Resultados Médios dos Indicadores de Endividamento do Grupo Lusiaves: 2008-2012 (%).....	69

Índice de Tabelas

Tabela 1: Empresas do Grupo Lusiaves	24
Tabela 2: As Teorias de Estrutura de Capital e o Endividamento.....	35
Tabela 3: Efeito da Atividade Internacional sobre a Composição da Dívida.....	39
Tabela 4: Designação dos Grupo de Empresas Exportadoras e Não Exportadoras do Grupo Lusiaves.	44
Tabela 5: Evolução das Vendas do Grupo Lusiaves: 2008-2012 (%).....	47
Tabela 6: Pesos das Vendas Individuais sobre Vendas do Grupo Lusiaves: 2008-2012 (%)	49
Tabela 7: Mensuração do Grau de Internacionalização.....	56
Tabela 8: Evolução do Grau de Internacionalização do Grupo Lusiaves: 2008-2012 (%) .	57
Tabela 9: Mensuração dos Indicadores de Rendibilidade	58
Tabela 10: Evolução dos Indicadores de Rendibilidade do Grupo Lusiaves: 2008-2012 (%)	59
Tabela 11: Mensuração dos Indicadores Endividamento	64
Tabela 12: Evolução dos Indicadores de Endividamento do Grupo Lusiaves: 2008-2012 (%)	66
Tabela 13: Representatividade dos CAE's no Volume de Vendas Total do Grupo Lusiaves	72
Tabela 14: Empresas por CAE's	72
Tabela 15: Variáveis Dependentes em Estudo	75
Tabela 16: Variáveis Independentes em Estudo.....	76
Tabela 17: Estatística Descritiva da Amostra.....	77
Tabela 18: Relação entre Endividamento e Grau de Internacionalização	79
Tabela 19: Relação entre Endividamento e Linearidade do Grau de Internacionalização..	82

Lista de Abreviaturas

AF – Autonomia Financeira

CAE – Código de Atividade Económica

End.Total – Endividamento Total

End.CP – Endividamento de Curto Prazo

End.MLP – Endividamento de Médio e Longo Prazo

GL – Grupo Lusiaves

GI – Grau de Internacionalização

MRAJI – Margem de Resultados Antes de Juros e Impostos

POC – Plano Oficial de Contas

ROA – Rendibilidade dos Ativos

RCP – Rendibilidade dos Capitais Próprios

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

Capítulo 1 – Introdução

Desde há algumas décadas, diversos fatores estimulam as empresas a expandirem-se para além das fronteiras nacionais e, impõem novos dilemas quanto às decisões sobre a estrutura de capital das empresas (Joliet e Muller, 2013).

Académicos e gestores têm dedicado grande atenção à procura da estrutura de capital ótima. Contudo, nenhuma das teorias até agora existentes consegue explicar as variações na estrutura de capital na sua plenitude. A evidência empírica sugere que determinantes de índole interna à empresa, como a dimensão, volatilidade dos resultados, rendibilidade, oportunidades de crescimento e grau de internacionalização, afetam a sua estrutura de capital.

A presente investigação pretende, em linha com estudos anteriores, averiguar o impacto que o grau de internacionalização tem sobre os determinantes da estrutura de capital previamente identificados pela literatura. Adicionalmente este estudo pretende, especificamente, analisar o impacto da atividade exportadora nos rácios de endividamento de uma empresa, contribuindo para o aprofundamento da literatura nesta área, dado a mesma, na sua maioria, considerar neste tipo de análise como fator de medida de internacionalização, a constituição de multinacionais em país estrangeiro. Averigua-se a hipótese de a atividade exportadora potenciar o acesso ao financiamento externo. Diversas teorias fornecem esclarecimentos quanto ao peso da dívida suportado pela estrutura de capital de uma empresa. Todavia, estas teorias têm sido aplicadas em contextos distintos de setores de atividade económica, como é o caso desenvolvido por Chen e Yu (2011) para a indústria transformadora de componentes elétricos e eletrónicos Tailandesa, contributo esse que se pretende ampliar com o desenvolvimento deste estudo.

A análise realizada ao Grupo Lusiaves permite concluir que: (1) As empresas não exportadoras apresentam um rácio de rendibilidade mais elevado; (2) As empresas exportadoras são detentoras de um maior rácio de endividamento total; (3) Predileção por parte de todas as empresas em contrair dívida de curto prazo; (4) As empresas exportadoras apresentam uma maior preferência por dívida de médio e longo prazo quando comparadas

com as puramente domésticas; e (5) As empresas não exportadoras revelam uma maior autonomia financeira.

As principais contribuições empíricas dadas por esta investigação centram-se em: (1) As empresas com atividade internacional, via exportações, apresentam significativamente um menor endividamento total e de curto prazo que as puramente domésticas, mesmo depois de controlados os efeitos dos determinantes da estrutura de capital geralmente observados. (2) A relação negativa entre o grau de internacionalização e o nível de endividamento de longo prazo mostra-se não significativa, mesmo quando controlados os efeitos da não linearidade.

Após o capítulo introdutório, o segundo capítulo enquadra o tema da dissertação, os seus objetivos e como este surgiu num contexto de estágio curricular desenvolvido na *holding* Lusiaves – SGPS, S.A.. O terceiro capítulo apresenta a revisão da literatura, nomeadamente, os principais fundamentos defendidos pelas teorias de estrutura de capital, designadamente, a teoria *trade-off*, a teoria da agência e a teoria *pecking-order*, discutindo as principais conclusões quanto aos determinantes da estrutura de capital das empresas. São, ainda, apresentadas evidências postuladas pela literatura sobre a interação entre o grau de internacionalização e a estrutura de capital. Adicionalmente, evidenciam-se as principais questões de investigação no âmbito da temática. No quarto capítulo é realizada uma análise descritiva incidente sobre a evolução do volume de vendas, ao longo do período de 2008 a 2012, e a avaliação do efeito produzido pela atividade exportadora sobre os rácios de rentabilidade e endividamento do Grupo Lusiaves. O capítulo cinco desenvolve um estudo empírico mais abrangente, explorando o efeito exercido pela atividade exportadora de empresas portuguesas de determinados setores de atividade, sobre as variações no rácio da dívida das mesmas, depois de controlados determinantes específicos da estrutura de capital. Por último, no capítulo seis, são discutidas as conclusões alcançadas.

Capítulo 2 – Enquadramento

Nesta secção evidenciam-se fundamentos explicativos de enquadramento e escolha da temática.

2.1 Apresentação do Estágio

“O Conhecimento dirige a prática, no entanto a prática aumenta o Conhecimento.”

Thomas Fuller
(1608 - 1661)

O estágio de duração de sete meses, com início a 5 de Novembro e término a 4 de Junho de 2014, no âmbito da especialização em Economia da Empresa, do mestrado em Economia, do Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial da Universidade de Aveiro, teve lugar no departamento de contabilidade na sede administrativa da Lusiaves – SGPS, S.A., em Leiria. Focalizou-se na realização de tarefas de carácter contabilístico de três empresas do Grupo Lusiaves, as quais: Meigal Alimentação, S.A., Granja Avícola São Pelágio, Lda e Hiperfrango, Lda.

Algumas das inúmeras funções desenvolvidas podem ser agrupadas por diários da contabilidade, nomeadamente: *Caixa*: Elaboração e emissão de recibos de clientes; Lançamento e conferência da folha de caixa; *Fornecedores*: Conferência de faturas e créditos; Ordenação, numeração, classificação e lançamento de documentação de fornecedores nos sistemas de gestão e de contabilidade; Emissão dos respetivos diários e sua conferência; Consulta de contas correntes de fornecedores para arquivo de recibos junto das notas de liquidação; *Clientes*: Faturação; Ordenação e verificação de faturas e créditos; *Operações Diversas*: Emissão de mapas de vendas e sua conferência; Apuramento das vendas; Classificação e respetivos lançamentos. Adicionalmente foram desenvolvidas tarefas como elaboração de reconciliações bancárias e circularizações de extratos de fornecedores/clientes; conferência dos mapas recapitulativos de clientes e fornecedores; elaboração de cartas, fax's e e-mail's a clientes e fornecedores. Necessariamente para o processamento da informação contabilística os *softwares* de trabalho foram designadamente os UNIXs de Contabilidade e Gestão.

A Meigal Alimentação, S.A. dado o seu maior volume de vendas e internacionalização da sua atividade, via exportações com destino ao mercado espanhol, assumiu a maior

proporção do trabalho diariamente desempenhado. Neste contexto surge o interesse pela temática desenvolvida nesta dissertação.

2.2 Apresentação do Grupo Lusiaves

Denominação Social	Lusiaves – SGPS, S.A.
Forma Jurídica	Sociedade Anónima
Capital Social	70.000.000€
Constituição da Holding	07/12/2005
Constituição da 1ª Empresa	14/04/1986
Sede	Rua da Fonte 3090-485 Marinha das Ondas
NIF	507438884
Presidente	Avelino da Mota Gaspar Francisco
CAE Primário-Rev. 3	64202 - Atividades das sociedades gestoras de participações sociais não financeiras.
Endereço de Internet Oficial	www.grupolusiaves.pt

Fonte: Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI e ao endereço de *internet* oficial: www.grupolusiaves.pt.

A holding Lusiaves SGPS é constituída maioritariamente por empresas localizadas em Portugal Continental, dedicando-se principalmente às atividades de produção de alimentos compostos para animais, produção de ovos e incubação, produção avícola, abate de aves, transformação, armazenamento e comercialização de produtos alimentares (Grupo Lusiaves, 2014). Os seus produtos são colocados nos mercados através de clientes diferenciados, nomeadamente, os grandes distribuidores como o retalho tradicional e o canal horeca (Alegria e Reis, 2012).

O presidente do Grupo Lusiaves (GL) pretende elevar a empresa a uma posição de referência no setor avícola nacional, assim como, ao reconhecimento na aposta na inovação, na qualidade e segurança alimentar dos seus produtos (Grupo Lusiaves, 2014). O lema, “Sempre a crescer”, defendido por Avelino Gaspar traduz a estratégia do GL, e nesse sentido surge a sua estratégia de internacionalização, consistindo nomeadamente, na atual ambição em conquistar a liderança no mercado avícola Ibérico (Alegria e Reis, 2012). O negócio é desenvolvido seguindo as linhas de um modelo vertical, que lhe permite controlar diretamente a cadeia de valor, agregando atividades de produção, abate, transformação e comercialização (Alegria e Reis, 2012; Cardoso e Silva, 2011).

A tabela 1 mostra as diversas empresas do GL que atuam em diferentes etapas da cadeia produtiva. No ano de 2012 o universo de negócios Lusiaves SGPS encontrava-se constituído por:

Tabela 1: Empresas do Grupo Lusiaves

	<p><i>Agroave – Comércio e Indústria, LDA.</i> Capital Social: 1.000.000 Kwz Data de Constituição: 5/10/2005 Último número de empregados (2012): N.d. CAE Primário Rev. 3: 51900 – Comércio por Grosso. Distrito: Benguela – Angola</p>
<p>BELPERU</p>	<p><i>Belperu - Sociedade Avícola, S.A.</i> Capital Social: 50.010€ Data de Constituição: 08/01/1997 Último número de empregados (2012): N.d. CAE Primário Rev. 3: 01470 – Avicultura. Distrito: Braga</p>
	<p><i>Campoaves - Aves do Campo, SA</i> Capital Social: 500.000€ Data de Constituição: 07/11/1994 Último número de empregados (2012): 132 CAE Primário Rev. 3: 10120 - Abate de aves (produção de carne). Distrito: Viseu</p>
<p>CAMPO ABERTO</p>	<p><i>Campo Aberto - Sociedade de Avicultura, LDA.</i> Capital Social: 5.000€ Data de Constituição: 08/08/2002 Último número de empregados (2012): N.d. CAE Primário Rev. 3: 01470 – Avicultura. Distrito: Viseu</p>
<p>CAMPO VIVO</p>	<p><i>Campo Vivo - Sociedade de Avicultura, LDA.</i> Capital Social: 5.000€ Data de Constituição: 09/03/2001 Último número de empregados (2012): N.d. CAE Primário Rev. 3: 01470 – Avicultura. Distrito: Viseu</p>
	<p><i>Granja Avícola São Pelágio, LDA</i> Capital Social: 160.000€ Data de Constituição: 16/08/1979 Último número de empregados (2012): 6 CAE Primário Rev. 3: 01470 – Avicultura. Distrito: Leiria</p>

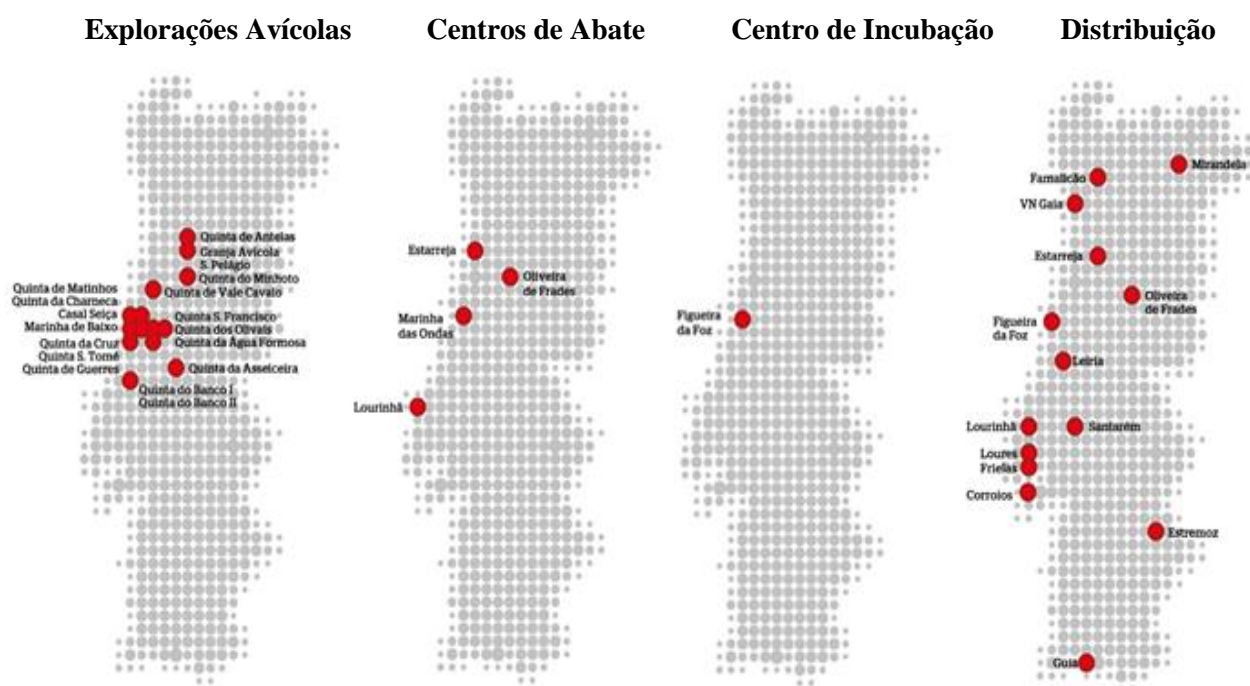
	<p>Hilário Santos & Filhos, SA Capital Social: 1.075.000€ Data de Constituição: 19/05/1980 Último número de empregados (2012): 100 CAE Primário Rev. 3: 10120 - Abate de Aves (produção de Carne). Distrito: Aveiro</p>
	<p>Inogen - Inovação e Soluções Veterinárias, LDA Capital Social: 400.000€ Data de Constituição: 20/01/2006 Último número de empregados (2012): 4 CAE Primário Rev. 3: 46460 - Comércio por grosso de produtos farmacêuticos. Distrito: Leiria</p>
	<p>Lusiaves - Indústria e Comércio Agro-Alimentar, SA Capital Social: 11.490.000€ Data de Constituição: 14/04/1986 Último número de empregados (2012): 991 CAE Primário Rev. 3: 10120 - Abate de Aves (produção de Carne). Distrito: Leiria</p>
	<p>Lusifrota Transportes, SA Capital Social: 600.000€ Data de Constituição: 24/09/1998 Último número de empregados (2012): N.d. CAE Primário Rev. 3: 49410 - Transportes rodoviários de mercadorias. Distrito: Leiria</p>
	<p>Meigal Alimentação, SA Capital Social: 1.200.000€ Data de Constituição: 19/08/1988 Último número de empregados (2012): 81 CAE Primário Rev. 3: 46320 - Comércio por grosso de carne e produtos à base de carne. Distrito: Leiria</p>
	<p>Multilafões - Aviário de Multiplicação de Lafões, S.A. Capital Social: 51.300€ Data de Constituição: 02/09/1994 Último número de empregados (2012): 59 CAE Primário Rev. 3: 01470 - Avicultura Distrito: Viseu</p>

	<p><i>Perugel - Sociedade Comercial de Carnes, SA</i> Capital Social: 848.000€ Data de Constituição: 16/06/1980 Último número de empregados (2012): 113 CAE Primário Rev. 3: 10120 - Abate de aves (produção de carne). Distrito: Aveiro</p>
	<p><i>Racentro Fábrica de Rações do Centro, SA</i> Capital Social: 3.000.000€ Data de Constituição: 29/01/1980 Último número de empregados (2012): CAE Primário Rev. 3: 10912 - Fabricação de alimentos para animais de criação (exceto para aquicultura). Distrito: Leiria</p>
	<p><i>TNA - Tecnologia e Nutrição Animal, S.A.</i> Capital Social: 315.000€ Data de Constituição: 01/03/1991 Último número de empregados (2012): 27 CAE Primário Rev. 3: 10912 - Fabricação de alimentos para animais de criação (exceto para aquicultura). Distrito: Lisboa</p>
	<p><i>Triperu – Sociedade de Produção e Comercialização de Aves, S.A.</i> Capital Social: 510.000€ Data de Constituição: 08/10/1985 Último número de empregados (2012): 161 CAE Primário Rev. 3: 10120 - Abate de aves (produção de carne). Distrito: Braga</p>

Legenda: N. d. – Não definido. **Fonte:** Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI, ao endereço de *internet* oficial: www.grupolusiaves.pt e à referência: Grupo Lusiaves (2012).

As empresas encontram-se dispersas por todo o território nacional, com exceção da Agroave, Lda, empresa Angolana, ramificando-se sob a forma de explorações avícolas, unidades de abate, centros de incubação e de distribuição. A estratégia assenta na diversificação de clientes, de mercados e produtos, surgindo nesta linha a aposta na internacionalização (endereço de *internet* oficial: www.grupolusiaves.pt). A ilustração 1 mostra a localização geográfica das empresas do GL em território nacional.

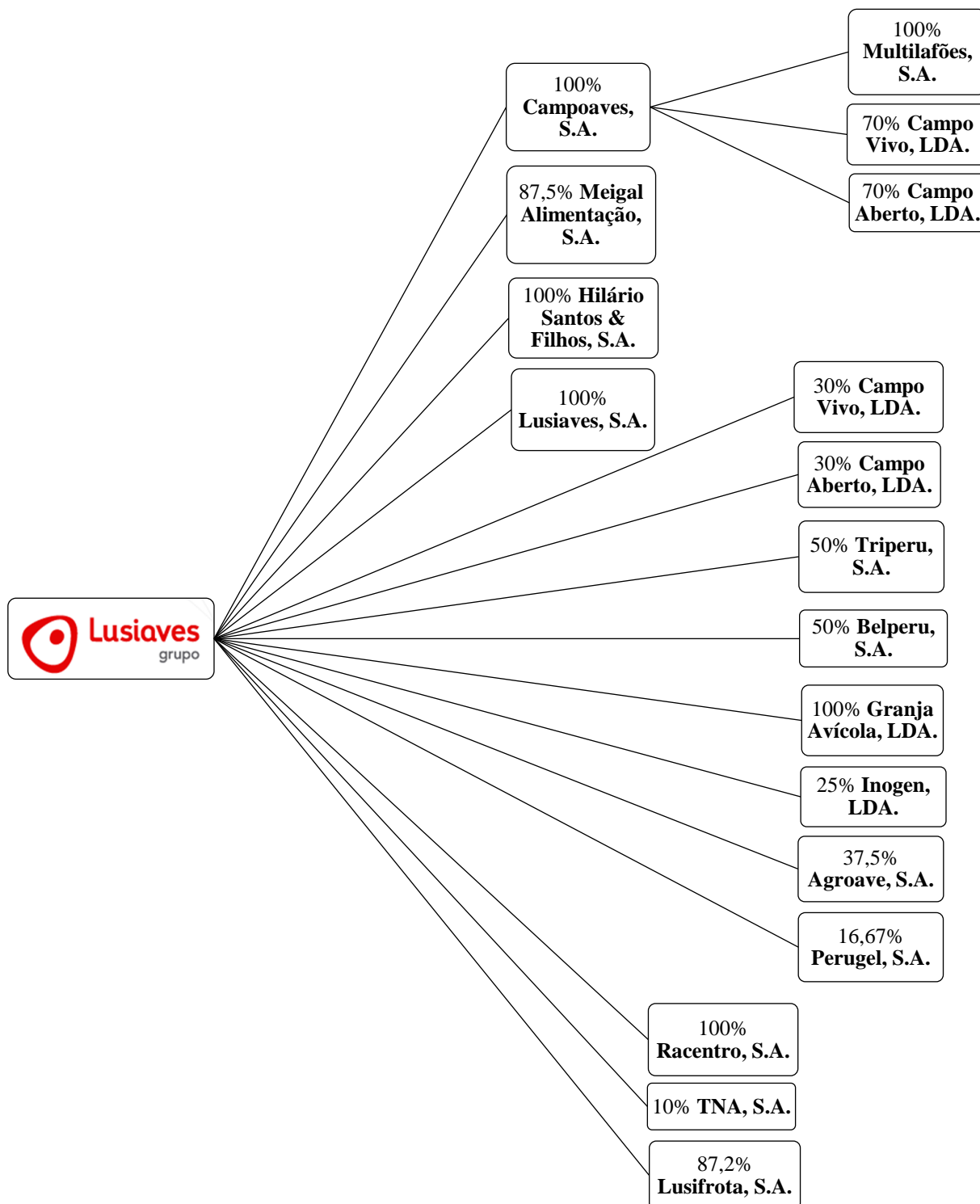
Ilustração 1: Universo Geográfico do Grupo Lusiaves



Fonte: Endereço de *Internet* oficial: www.grupolusiaves.pt.

A holding GL detém quotas de participação sob o capital social das empresas conforme abaixo se evidencia, na ilustração 2.

Ilustração 2: Quotas das participações do Grupo Lusiaves sobre as empresas que o integravam em 2012



Fonte: Elaboração própria com recurso à referência: Grupo Lusiaves (2012).

2.3 Identificação da Temática

O mestrando ao desenvolver o estágio na esfera financeira, teve possibilidade de constatar a necessidade de se analisar e explicar a especificidade das empresas do grupo em termos da sua estrutura de capital. Considerando o ênfase e crescente envolvimento de diversas empresas do grupo em atividades internacionais, surge como natural o interesse em explorar a relação entre os dois aspetos: internacionalização e estrutura de capital.

Dada a envolvimento diário com os principais movimentos de transações comerciais das empresas do GL, já mencionadas, tornou-se perceptível o esforço e motivação na conquista de uma maior expressão a nível internacional. De facto a análise à estrutura de capital das empresas surge como resultado do contacto mensal com os extratos provenientes das entidades bancárias.

Esta investigação pretende realçar, de forma descritiva e quantificada, o efeito que a atividade exportadora, como medida do grau de internacionalização, exerce sobre as decisões de estrutura de capital das empresas.

Capítulo 3 – Revisão da Literatura

Embora se tenha presenciado a evolução, ao longo do tempo, das teorias sobre a estrutura de capital das empresas, ainda não existe um único consenso teórico quanto à relação entre características específicas do negócio, financeiras e do ciclo de vida, e a composição e grau de alavanca financeira de uma empresa. Sobretudo, quanto às questões levantadas com a atividade de internacionalização e as escolhas de estrutura de capital das empresas, a literatura não é consensual nos resultados que apresenta (Singh e Nejadmalayeri, 2004). Adicionalmente neste capítulo, encontram-se mencionadas as questões de investigação que servem o presente estudo.

3.1 Estrutura de Capital

Na literatura existem inúmeras teorias que se propõem explicar as diferentes decisões adotadas pelas empresas relativamente à composição da sua estrutura de capital. Modigliani e Miller (1958) sugerem que as escolhas sobre a forma como a empresa dispõe a sua estrutura de capital mostram-se irrelevantes para o valor da empresa, em mercados de capitais perfeitos e sem impostos. Contudo, mais tarde, num contexto onde são introduzidos impostos sobre os rendimentos das empresas, e existe a possibilidade de dedução dos juros incorridos aos lucros tributáveis, Modigliani e Miller (1963) sugerem que uma empresa financie a sua dívida a 100% com capitais alheios. No seguimento destas conclusões, estudos posteriores surgiram procurando encontrar o nível ótimo de dívida, balanceando os custos e benefícios dela resultantes. Foram incluídos determinantes como impostos e custos de falência, custos de problemas de agência, informação assimétrica, moral *hazard*, e outros determinantes que fogem à premissa de mercados perfeitos (Aggarwal e Kyaw, 2010).

Booth et al. (2001) observaram que frequentemente as discussões sobre a estrutura de capital das empresas são dominadas por fundamentos teóricos decorrentes das teorias: *Trade-off*, Agência e *Pecking-order*.

3.1.1 Teoria *Trade-off*

A teoria *trade-off* (Kraus e Litzenberger, 1973) defende que a estrutura de capital ótima de uma empresa resulta de um equilíbrio entre os custos e benefícios resultantes do endividamento (Mishra e Tannous, 2010). Diversos estudos consideram como principal benefício a dedutibilidade dos juros associados à dívida e os custos e risco de falência como o maior custo do endividamento (Chen et al., 1997; Homaifar et al., 1994; Mishra e Tannous, 2010; Fama e French, 2002).

A literatura existente é inconsistente na determinação da relação entre os benefícios fiscais e o endividamento incorrido pelas empresas, principalmente devido à dificuldade na medição da taxa efetiva (Chen et al., 1997). Os custos da dívida consistem, nomeadamente, nos custos de falência, diretos e/ou indiretos (Chen et al., 1997). O impacto negativo que o custo de falência exerce sobre o grau de endividamento pode ser entendido através da utilização das *proxies*: (1) dimensão da empresa – *proxy* inversa para a probabilidade de falência, onde empresas de maior dimensão, com menor volatilidade de resultados, estão menos favoráveis a enfrentar dificuldades financeiras e assim a declarar falência, podendo resultar num maior endividamento (De Jong et al., 2008; Fama e French, 2002); (2) oportunidades de crescimento – empresas com mais oportunidades de investimento poderão ser menos endividadas, porque têm fortes incentivos para evitar o subinvestimento e substituição de ativos ineficientes que possam aumentar os problemas de agência entre acionistas e credores, e também, porque não têm necessidade de se submeter a pagamentos da dívida para controlar os problemas de *cash-flow* livre¹ (Fama e French, 2002; De Jong et al., 2008); (3) rendibilidade – à medida que a rendibilidade diminui os custos de falência esperados aumentam, e a ameaça conduzida pelos elevados custos de falência leva a empresas menos lucrativas na direção de metas de endividamento mais baixas (Fama e French, 2002); (4) tangibilidade dos ativos – quanto maior a quantidade de ativos tangíveis disponíveis para servir de garantias menor será o risco para o credor, bem como menores serão os custos diretos de falência (De Jong et al., 2008); (5) volatilidade – uma maior volatilidade dos lucros, indica uma maior risco para a empresa e assim uma maior probabilidade de falência, resultando possivelmente num menor endividamento (De Jong et al., 2008; Fama e French, 2002); Esta teoria prevê que empresas com elevados custos de falência e/ou reduzidas vantagens fiscais apresentem tendência a recorrer menos a dívida

¹ Fluxos de caixa livres depois de realizar todos os negócios de investimento lucrativos.

externa (Chen et al., 1997). O nível ótimo de endividamento deverá ser atingido quando o benefício marginal de uma unidade de dívida adicional é igual ao seu custo marginal (Antão e Bonfim, 2008).

3.1.2 Teoria da Agência

A teoria da agência (Jensen e Meckling, 1976) baseia-se na premissa de que as ações dos gestores não são passíveis de observação na sua integralidade, sendo que não podem ser perfeitamente detalhadas nos contratos estabelecidos (Chen et al., 1997). Os custos de agência resultam dos conflitos de interesse entre os diversos *stakeholders* - gestores, acionistas e credores – uma vez que, os gestores podem utilizar *cash-flow* livre para seu próprio benefício ou em maus investimentos, desviando-se do objetivo de maximizar o valor da empresa (Jensen e Meckling, 1976). O *cash-flow* livre de uma empresa é determinado pelo rendimento gerado pelos seus ativos e pela dimensão dos seus investimentos lucrativos (Fama e French, 2002).

Os conflitos de agência entre os acionistas e os detentores dos títulos da empresa surgem desde a substituição dos ativos ineficientes ao subinvestimento (Jong et al., 2008; Fama e French, 2002). Myers (1977) considerou o problema de subinvestimento como um caso especial de um custo de agência. Myers (1977) argumenta que o problema de subinvestimento resulta da empresa, ao recorrer a empréstimos mais arriscados, recuse investir em determinados projetos de baixo risco, que apesar de se tratarem de projetos com valor atual líquido positivo que poderiam maximizar o valor da empresa, não irão gerar retorno suficiente para cobrir os pagamentos da dívida junto dos credores e atribuir os resultados positivos que desejam os acionistas. Assim, gera-se um problema de agência entre credores e acionistas, quando os acionistas recorrem a dívida de elevado risco e recusam investimentos menos arriscados que poderiam oferecer uma maior segurança de reembolso da dívida aos credores, afim de maximizar a sua riqueza. Nesta situação o endividamento exerce um efeito positivo sobre a riqueza, pois inibe investimentos que não resultariam benéficos para o valor da empresa (Stulz, 1990).

A relação entre custos de agência e nível de endividamento é passível de interpretação através das seguintes *proxies*: (1) dimensão – empresas de maior dimensão tendem a apresentar maiores custos de agência e assim menor dívida (Rajan e Zingales, 1995); (2) oportunidades de crescimento – prevê-se que os conflitos de agência cresçam com a

intensificação das oportunidades de crescimento, e, portanto, uma empresa com mais oportunidades de crescimento recorrerá menos ao endividamento externo (Chen e Yu, 2011); (3) rendibilidade - para controlar os custos de agência criados pela disponibilidade de fundos livres, as empresas com mais ativos rentáveis têm tendência a procurar mais endividamento externo (Chang, 1992); (4) tangibilidade – uma empresa com maior quantidade de ativos tangíveis apresenta menos conflitos de agência e assim deverá revelar um maior endividamento (De Jong et al., 2008). De acordo com esta teoria, os custos de agência diminuem com a existência de pagamentos periódicos da dívida, uma vez que estes reduzem o excesso de *cash-flow* livre (Antão e Bonfim, 2008).

3.1.3 Teoria *Pecking-Order*

Nesta teoria, Myers (1984) e (Myers e Majluf, 1984) incorporam o impacto da assimetria de informação entre os *stackholders* na tomada de decisões sobre a estrutura de capital de uma empresa. A teoria *pecking-order* sugere que devido aos custos de transação e assimetria de informação, as empresas seguem uma hierarquia específica quanto à escolha das fontes de financiamento dos seus projetos: primeiro a empresa financia-se com lucros não distribuídos, depois com dívida segura, segue-se a dívida arriscada e por último, sob coação, com capital-próprio (De Jong et al., 2008; Fama e French, 2002; Aggarwal e Kyaw, 2010). Como resultado, nesta teoria a composição da dívida de uma empresa não é conduzida pela necessidade de um equilíbrio entre custos e benefícios (Teoria *trade-off*) mas sim, pela disponibilidade de recursos internos. O endividamento aumenta quando o valor do investimento excede os lucros acumulados internamente (Fama e French, 2002).

Na versão simples da teoria *pecking-order* (Myers, 1984) prevê-se que empresas com mais oportunidades de crescimento usufruam de mais endividamento externo, isto na condição de que, o valor necessário ao investimento seja superior ao detido internamente (Aggarwal e Kyaw, 2010; Fama e French, 2002). A versão mais complexa da teoria *pecking-order* (Myers e Majluf, 1984) sugere que empresas com mais oportunidades de investimento esperadas recorrerão a menos dívida externa tendo em consideração os custos atuais e futuros desse mesmo financiamento e o desejo de terem uma maior capacidade de disponibilidade de dívida de baixo risco para financiamento de investimentos esperados

(Aggarwal e Kyaw, 2010; Fama e French, 2002). De forma a testar os determinantes da estrutura de capital específicos à empresa de acordo com as considerações da teoria *pecking-order*, é comum utilizarem-se *proxies* tais como: (1) dimensão da empresa – servindo a dimensão como uma *proxy* para a informação financeira possuída pelos investidores externos, o problema da assimetria de informação deverá ser menor para empresas de maior dimensão, e, assim, estas poderão mostrar um maior endividamento (Myers e Majluf, 1984); (2) liquidez - inicialmente será utilizado dinheiro acumulado e outros ativos líquidos internos como fonte de financiamento, seguindo a ordem hierárquica de escolhas de endividamento (De Jong et al., 2008); (3) oportunidades de crescimento (De Jong et al., 2008; Mishra e Tannous, 2010); (4) rentabilidade – quanto mais lucrativas forem as empresas menor deverá ser o seu rácio da dívida total, dado serem mais capazes de financiar os seus projetos com fundos internos, evitando um maior risco de financiamento (Myers e Majluf, 1984; Fama e French, 2002; Doukas and Pantzalis, 2003). A Tabela 2 evidencia o efeito de determinantes específicos da empresa sobre o rácio de endividamento na perspetiva das três teorias enunciadas acima.

Tabela 2: As Teorias de Estrutura de Capital e o Endividamento

<i>Efeito sobre o Endividamento das Empresas</i>			
	Teoria <i>Trade-off</i> (Kraus e Litzenberger, 1973)	Teoria da Agência (Jensen e Meckling, 1976)	Teoria <i>Pecking-Order</i> (Myers, 1984) e (Myers e Majluf, 1984)
Dimensão	(+)	(-)	(+)
Liquidez			(-)
Oportunidades de Crescimento	(-)	(-)	(+) ¹ /(-) ²
Rendibilidade	(+)	(+)	(-)
Tangibilidade	(+)	(+)	
Volatilidade	(-)		

Notas: ¹ Versão simples (Myers, 1984); ² Versão complexa (Myers e Majluf, 1984). **Fonte:** Elaboração Própria.

3.2 Estrutura de Capital e Internacionalização

Um fator de especial interesse é o impacto da internacionalização na estrutura de capital das empresas, especialmente com a intensificação das transações comerciais e dos investimentos diretos estrangeiros (Aggarwal e Kyaw, 2010).

Lee e Kwok (1988) estudaram o impacto de fatores macroeconômicos internacionais, como o risco político e o risco da taxa de câmbio, sobre os determinantes específicos à estrutura de capital das empresas, custos de agência e custos de falência, que por sua vez influenciam a estrutura de capital de empresas internacionais. Procederam à comparação dos custos de agência da dívida, dos custos de falência e dos rácios de dívida de longo prazo entre empresas com e sem atividade internacional. Os resultados encontrados sugerem que as empresas internacionais têm maiores custos de agência, porém, não existem diferenças quanto aos custos de falência entre os dois grupos de empresas. Lee e Kwok (1988) concluíram que as empresas norte americanas com atividade internacional são menos endividadas que as demais, mesmo quando se encontra controlado o efeito dimensão. Contudo, quando é realizada a diferenciação entre setor de atividade a diferença no nível de endividamento entre empresas torna-se insignificante.

O estudo de Burgman (1996) realizado para uma amostra de 487 empresas para o período de 1987 a 1991, recorrendo a uma análise em cross-section pelo Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), resulta de uma extensão do trabalho empírico de Lee e Kwok (1988) ao estimar diretamente o efeito da taxa de câmbio e do risco político na estrutura de capital das empresas internacionais. Burgman (1996) conclui que as empresas com atividade internacional apresentam maiores custos de agência e, assim, menores rácios de endividamento.

Chen et al. (1997) desenvolveram uma investigação sobre a relação existente entre a atividade internacional e a estrutura de capital das empresas com 18.495 observações retiradas da base de dados *Industrial Compustat Tape*, para o período de 1984 a 1993, recorrendo à técnica de regressão múltipla - MQO com dados em painel. Estes sugerem que, mesmo depois de se considerarem os custos de falência, a dimensão da empresa, as oportunidades de investimento e a rendibilidade, as empresas com atividade internacional apresentam menores níveis de endividamento de longo prazo. Contudo, o rácio da dívida para empresas internacionais aumenta com o nível de atividade internacional.

Chkir e Cosset (2001) para uma amostra de 219 empresas norte americanas no período de 1992 a 1996, numa análise cross-section sob MQO concluem que o endividamento é maior em empresas com atividade internacional. Sugerem que a rendibilidade e o risco de falência estão negativamente relacionados com o endividamento das empresas multinacionais. Portanto, em concordância com a teoria *pecking-order* as empresas internacionais têm preferência pelo financiamento com recursos internos.

De acordo com Mansi e Reeb (2002), para uma amostra de 2.194 empresas norte americanas no período 1993 a 1997, numa análise em painel através do MQO, a atividade internacional de uma empresa está em média associada a um aumento de 30% no seu nível de endividamento. Estes autores mostram que os custos e benefícios da atividade internacional das empresas podem mudar para diferentes níveis de endividamento.

Singh e Nejadmalayeri (2004) estudaram 90 empresas francesas no período 1996 a 1999 através de uma análise em painel segundo o método de estimação MQO. Concluíram que o endividamento de uma empresa se encontra positivamente relacionado com o nível de internacionalização da mesma. Contudo, no que diz respeito ao endividamento de curto prazo, este assume uma relação não linear sob a forma de U invertida com o nível de internacionalização. Este estudo em conformidade com a teoria *trade-off* sugere que as empresas estabelecem um nível máximo de endividamento que lhes permite evitar um risco operacional excessivo quando se deparam com um ambiente internacional desfavorável (Kale e Noe, 1990).

Saito e Hiramoto (2010) analisam as diferenças na estrutura de capital entre 131 empresas brasileiras, no período 2004 a 2008, com atividade internacional e aquelas com apenas atividades de destino ao mercado nacional. Procedem à análise do modelo através do método MQO, realizando o teste à heteroscedasticidade de White (1980). Estes concluem que as empresas com atividade internacional recorrem mais à dívida externa, apresentando 9,6% de mais endividamento, dos quais 5,8% são provenientes de fontes de endividamento de longo prazo. Saito e Hiramoto (2010) concluem que a estrutura de capital de uma empresa com atividade internacional é composta por 12,6% de dívida estrangeira.

Um ano mais tarde, Chen e Yu (2011) desenvolvem um estudo, onde são testadas 566 empresas Tailandesas com dados referentes ao ano de 2003. Encontraram evidência empírica para uma amostra constituída por 47% de empresas da indústria transformadora de componentes elétricos e eletrônicos, e concluíram que o comportamento das empresas

com atividade internacional com elevados rácios da dívida vai de encontro aos argumentos da teoria da agência. Portanto, estes defendem, que quanto maior for a intensidade exportadora de uma empresa, maiores serão os custos de agência para credores locais e, assim, menor será o seu rácio de endividamento. Nomeadamente, quando essas operações têm como destino economias emergentes, caracterizadas por insuficientes e ineficientes leis corporativas (La Porta et al., 1998; Chen e Yu, 2011). Nestes casos os credores tornam-se menos motivados em dar crédito dado o risco do investimento ser mais elevado (Chen e Yu, 2011). De igual forma, se o volume de exportações for muito elevado torna-se difícil para as empresas conseguirem crédito junto das instituições estrangeiras, dada a reduzida visibilidade no país de destino e aos elevados custos de monitorização e auditoria (Chen e Yu, 2011).

A Tabela 3 mostra as conclusões obtidas por diversos autores quanto ao efeito que a atividade internacional tem sobre a composição da dívida. Na tabela 16, apresentada no capítulo 5, especificam-se algumas das variáveis independentes explicadas pelos diversos autores ao longo do tempo, e respetivos impactos.

Tabela 3: Efeito da Atividade Internacional sobre a Composição da Dívida

Composição da dívida	Atividade Internacional							
	Autor (es)							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Endividamento Total	(-)	(-)		(+)	(+)	(+)	(+)	
Endividamento de Curto Prazo						(+/-)	(+)	
Endividamento de Médio e Longo Prazo			(-)			(+)	(+)	(-)

Legenda: (1) Lee e Kwok (1988); (2) Burgman (1996); (3) Chen et al.(1997); (4) Chkir e Cosset (2001); (5) Mansi e Reeb (2002); (6) Singh e Nejadmalayeri (2004); (7) Saito e Hiramoto (2010); (8) Chen e Yu (2011). **Fonte:** Elaboração própria.

Com todos os estudos enunciados acima, retratando a realidade de diferentes países, De Jong et al. (2008) para uma amostra de 11.845 empresas de 42 países no período de 1997 a 2001, encontraram evidência empírica que fundamenta o argumento de que o efeito dos determinantes específicos às empresas sobre a estrutura de capital das mesmas difere de país para país.

3.2.1 Risco e Assimetrias de Informação

Burgman (1996) argumenta que devido às diferenças existentes ao nível institucional, legal e sociocultural entre os países, as empresas com atividade internacional defrontam-se em maior escala com assimetrias de informação. Ainda, Lee e Kwok (1988) sugerem que as empresas internacionalmente ativas são de mais difícil monitorização, do que as puramente domésticas. Aliber (1984) conclui que empresas com atividade em economias estrangeiras, podem ser interpretadas negativamente pelos investidores, devido aos riscos financeiro, do negócio e sociopolítico que uma economia estrangeira poderá aglomerar. Reeb et al. (1998) sugerem que adicionalmente à exposição ao risco político, as empresas com atividade internacional enfrentam um maior risco associado à variabilidade da taxa de câmbio, o que por sua vez pode resultar numa maior probabilidade das empresas multinacionais enfrentarem dificuldades financeiras, ou até mesmo risco de falência.

Desta forma, sendo que uma empresa com atividade internacional deverá apresentar um maior risco de falência, de acordo com a teoria *trade-off* (Kraus e Litzenberger, 1973), esta deverá recorrer menos ao endividamento externo em detrimento das empresas domésticas. Assim, a menor transparência das operações internacionais, pode criar um maior conflito de interesses entre credores e acionistas, como também gerar um conflito de agência entre gestores e acionistas (Singh e Nejadmalayeri, 2004). Além disso, perante diferentes preferências entre a combinação risco-retorno dos credores e acionistas, os credores tendem a praticar taxas de juro mais elevadas para empréstimos a empresas multinacionais devido às dificuldades na monitorização das operações internacionais (Singh e Nejadmalayeri, 2004).

Quanto ao conflito entre gestores e acionistas, os gestores das empresas com atividade internacional podem enfrentar uma menor supervisão por parte dos acionistas dado as mais graves assimetrias de informação entre *insiders* (grandes acionistas; gestores) e *outsiders* (pequenos acionistas; outras categorias de financiadores) da organização (Singh e Nejadmalayeri, 2004). Dada esta situação de elevados custos de agência, as empresas com atividade internacional tornam-se menos atrativas perante os credores, o que poderá explicar o menor endividamento destas, quando comparadas às empresas domésticas (Lee e Kwok, 1988; Doukas e Pantzalis, 2003; Chen et al., 1997).

3.2.2 Oportunidades de Crescimento

As atividades de internacionalização das empresas são frequentemente motivadas pelas maiores oportunidades de crescimento, proporcionadas por mercados de maior dimensão (Singh e Nejadmalayeri, 2004). Espera-se que se verifique uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e endividamento, uma vez que os custos de agência associados ao conflito credor-acionista são provavelmente uma função positiva das oportunidades de crescimento de uma empresa (Singh e Nejadmalayeri, 2004). Sendo que, o problema do subinvestimento de Myers (1977) é associado positivamente com as oportunidades de crescimento, e, uma vez que, as empresas com atividade internacional têm melhores oportunidades de crescimento, então deverá haver uma maior tendência para estas se financiarem com fundos internos (Singh e Nejadmalayeri, 2004). As hipóteses de *cash-flow* livre de Jensen (1986) sugerem a existência de uma relação inversa entre oportunidades de crescimento e endividamento, que se traduz num menor endividamento das empresas com atividade internacional.

3.3 Questões de Investigação

Com a revisão da literatura efetuada, pretende-se que os argumentos por esta defendidos sirvam de apoio às conclusões retiradas nas análises descritiva e empírica, realizadas *à posteriori*. Espera-se que os resultados alcançados se enquadrem nos argumentos defendidos pelas teorias e estudos apresentados.

A análise descritiva realizada ao GL tem como propósito dar resposta às seguintes questões: (1) Qual e como evoluiu o grau de internacionalização do GL?, refletindo-se sobre a importância do mercado externo no crescimento das vendas do grupo; e (2) Qual a relação entre o grau de internacionalização e os níveis de rentabilidade e endividamento do GL?

O estudo empírico realizado sobre uma amostra de 200 empresas portuguesas pertencentes a quatro CAE's relacionados às principais atividades desenvolvidas pelo GL, visa dar resposta à seguinte questão de investigação: Qual o efeito produzido pela atividade exportadora sobre o nível e composição do rácio de endividamento?, averiguando as diferenças existentes na estrutura de capital de empresas. A escolha de quatro CAE's distintos reflete a diversidade de CAE's inclusos no GL.

Capítulo 4 - Análise Descritiva do Grupo Lusiaves

No presente capítulo investiga-se o nível de expressividade, relevância e afetação da atividade internacional no progresso económico-financeiro do GL para o período de 2008 a 2012.

O grau de internacionalização é mensurado recorrendo ao valor das exportações, dado serem os únicos dados disponibilizados pela base de dados SABI, produto da empresa “*BUREAU VAN DIJK Company information and business intelligence*”, para o efeito teve-se como base determinada literatura existente (Singh e Nejadmalayeri, 2004; Saito e Hiramoto, 2010; Mansi e Reeb, 2002; Chen e Yu, 2011).

Torna-se, ainda, relevante salientar que todos os dados à *posteriori* utilizados para tratamento foram extraídos da SABI. Com efeito para a análise que se segue, na Tabela 4, procedeu-se à subdivisão das empresas de acordo com o critério de empresas que ostentem valores de exportações, mesmo que diminutos e somente para um ano² e empresas que não apresentem quaisquer valores de vendas estrangeiras, no período de 2008 a 2012.

Tabela 4: Designação dos Grupo de Empresas Exportadoras e Não Exportadoras do Grupo Lusiaves.

Grupo Exportadoras	Grupo Não Exportadoras
Campoaves – Aves do Campo, S.A.	Belperu – Sociedade Avícola, S.A.
Inogen – Inovação e Soluções Veterinárias, Lda.	Campo Aberto – Sociedade de Avicultura, Lda.
Lusiaves – Indústria e Comércio Agro-Alimentar, S.A.	Campo Vivo – Sociedade de Avicultura, Lda.
Lusifrota – Transportes, S.A.	Granja Avícola São Pelágio, Lda.
Meigal – Alimentação S.A.	Hilário Santos e Filhos, S.A.
Multilafões – Aviário de Multiplicação de Lafões, S.A.	Hiperfrango – Comércio e Distribuição de Carnes e Aves, S.A.
Perugel – Sociedade Comercial de Carnes, S.A.	Hiperfrango – Produção Avícola, Lda.
TNA – Tecnologia e Nutrição Animal, S.A.	Racento – Fábrica de Rações do Centro, S.A.
Triperu – Sociedade de Produção e Comercialização de Aves, S.A.	Rodricarnes – Comércio de Carnes, S.A.

Fonte: Elaboração própria

² A opção pela inclusão de todas segundo este critério deve-se ao facto da existência de limitação de dados suficientes para a amostra em questão.

Portanto, são considerados dois agregados, Grupo Exportadoras e Grupo Não Exportadoras, isto é, aquelas que realizam unicamente vendas e prestações de serviços em território nacional (Tabela 4). Salienta-se que as rubricas utilizadas na análise de 2008 a 2009 estavam subtidas ao Plano Oficial de Contabilidade (POC), sendo que de 2010 a 2012 encontram-se ao abrigo do Sistema de Normalização Contabilística (SNC). A SABI fornece uma secção de rubricas onde as diferenças dos sistemas contabilísticos são homogeneizadas, sendo que dessa forma foi possível realizar as devidas comparações anuais.

4.1 Evolução do Volume de Vendas 2008-2012

O estudo da evolução do volume de vendas de cada empresa do GL, através da observação da evolução das rubricas, vendas totais³, vendas nacionais⁴ e exportações⁵, pretende evidenciar o peso da atividade exportadora no volume total de vendas do GL no período 2008-2012 (Tabela 5 e Tabela 6).

▪ VENDAS TOTAIS

O GL acordou com o Ministério da Agricultura, do Desenvolvimento Rural e das Pescas a realização de um investimento de 127 milhões de euros, permitindo a criação de 405 postos de trabalho, que o grupo vem a aplicar desde 2008 (Fonseca, 2009). De facto, é possível observar na Tabela 5, que no período em análise o GL registou de ano para ano uma taxa de crescimento positiva do seu volume de vendas totais, crescendo de cerca de 317 milhões de euros em 2008 para aproximadamente 500 milhões de euros em 2012, com uma taxa de crescimento anual média de 12,12%. O ano de 2011 indicou a maior taxa de crescimento do GL, com cerca de 442 milhões de euros o grupo cresceu à taxa de 21,90% (Tabela 5). Para tal, contribuiu, nomeadamente, um acréscimo de 42.265.595€ nas vendas totais da Lusiaves, S.A., com o lançamento de uma nova gama de produtos preparados, entre eles, panados, hambúrgueres e marinados (Cardoso e Silva, 2011) (Tabela 5). As duas empresas que mais se destacam quanto ao peso que representam no total de vendas anuais do GL, ao longo do período, são a Lusiaves, S.A. e a Racentro, S.A., com um peso anual médio de 36,90% e 22,72%, respetivamente (Tabela 6). Para além de suprirem todas as necessidades do grupo têm também um importante papel no fornecimento ao mercado nacional. Estas ocupam a 5ª e 13ª posição, respetivamente, no ranking das taxas de crescimento anuais médias das vendas totais das empresas do GL (Tabela 5). As empresas com um menor peso nas vendas totais do GL são a Campo Vivo, LDA e Campo Aberto, LDA., com uma representatividade em média de menos de 1%. Contudo é possível observar que ambas são as empresas com maior taxa de crescimento anual média das suas vendas (Tabela 6).

³ Vendas Totais: Valor das vendas e prestações de serviços destinadas ao mercado nacional e internacional.

⁴ Vendas Nacionais: Valor das vendas e prestações de serviços com destino o mercado nacional.

⁵ Exportações: Valor das vendas e prestações de serviços com destino o mercado internacional.

Tabela 5: Evolução das Vendas do Grupo Lusiaves: 2008-2012

	Vendas 2008			Vendas 2009						Vendas 2010					
	Totais ⁶ (€)	Nacionais (€)	Exportações (€)	Totais (€)	TC ⁷ (%)	Nacionais (€)	TC (%)	Exportações (€)	TC (%)	Totais (€)	TC (%)	Nacionais (€)	TC (%)	Exportações (€)	TC (%)
Campoaves, S.A.	21.925.271	21.921.658	3.612	23.317.600	6,35	22.105.566	0,84	1.212.034	33455,76	28.877.923	31,71	24.633.311	11,43	4.244.613	250,21
Inogen, LDA.	2.943.143	2.943.143	-	3.628.280	23,28	3.610.634	22,68	17.647	-	4.076.067	38,49	3.955.934	9,56	120.132	580,75
Lusiaves, S.A.	98.725.912	96.968.885	1.757.027	109.404.851	10,82	106.837.236	10,18	2.567.615	46,13	138.652.311	40,44	135.996.574	27,29	2.655.736	3,43
Lusifrota, S.A.	7.711.400	7.711.400	-	8.003.216	3,78	8.003.216	3,78	-	-	8.591.932	11,42	8.548.762	6,82	43.170	-
Meigal, S.A.	12.255.180	12.255.180	-	12.475.113	1,79	12.341.054	0,70	134.058	-	14.572.064	18,91	14.399.424	16,68	172.640	28,78
Multilafões, S.A.	3.537.454	3.537.454	-	7.316.457	106,83	7.316.457	106,83	-	-	6.426.777	81,68	6.340.191	-13,34	86.586	-
Perugel, S.A.	18.547.665	18.543.863	3.802	17.024.540	-8,21	17.021.180	-8,21	3.360	-11,63	17.720.608	-4,46	17.683.542	3,89	37.066	1003,15
TNA, S.A.	11.412.455	11.403.349	9.106	10.618.688	-6,96	10.618.688	-6,88	-	-	10.054.476	-11,90	10.054.476	-5,31	-	-
Triperu, S.A.	19.251.659	19.244.175	7.485	19.320.562	0,36	19.262.378	0,09	58.184	677,34	25.581.986	32,88	25.316.615	31,43	265.371	356,09
Grupo Exportadoras	196.310.139	194.529.107	1.781.032	211.109.307	7,54	207.116.409	6,47	3.992.898	124,19	254.554.144	29,67	246.928.829	19,22	7.625.314	90,97
Belperu, S.A.	66.000	66.000	-	66.000	0,00	66.000	0,00	-	-	141.000	113,64	141.000	113,64	-	-
Campo Aberto, LDA.	26.093	26.093	-	74.632	186,02	74.632	186,02	-	-	220.602	745,45	220.602	195,59	-	-
Campo Vivo, LDA.	18.162	18.162	-	89.576	393,21	89.576	393,21	-	-	212.221	1068,49	212.221	136,92	-	-
Granja Avícola, LDA.	765.060	765.060	-	1.528.136	99,74	1.528.136	99,74	-	-	1.660.481	117,04	1.660.481	8,66	-	-
HS & F, S.A.	22.262.541	22.262.541	-	20.449.703	-8,14	20.449.703	-8,14	-	-	22.515.073	1,13	22.515.073	10,10	-	-
Hiperfrango, S.A.	13.981.952	13.981.952	-	15.064.238	7,74	15.064.238	7,74	-	-	6.683.849	-52,20	6.683.849	-55,63	-	-
Hiperfrango, LDA.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Racentro, S.A.	79.623.845	79.623.845	-	70.278.043	-11,74	70.278.043	-11,74	-	-	76.417.661	-4,03	76.417.661	8,74	-	-
Rodricarnes, S.A.	3.215.223	3.215.223	-	27.092	-99,16	27.092	-99,16	-	-	-	-	-	-	-	-
Grupo Não Exportadoras	119.958.876	119.958.876	-	107.577.420	-10,32	107.577.420	-10,32	-	-	107.850.887	-10,09	107.850.887	0,25	-	-
GL⁸	316.269.015	314.487.983	1.781.032	318.686.727	0,76	314.693.829	0,07	3.992.898	124,19	362.405.031	14,59	354.779.716	12,74	7.625.314	90,97

⁶ Vendas Totais_i = Vendas Nacionais_i + Exportações_i, onde o i corresponde ao ano em análise.

⁷ As taxas de crescimento (TC) são apresentadas em percentagem e calculadas pela fórmula $TC = [(y_i - y_0) / y_0] \times 100$ onde, y_i é o valor do ano presente, y_0 o valor do ano base (Delen et al., 2013).

⁸ GL - Grupo Lusiaves

Tabela 5: Evolução das Vendas do Grupo Lusiaves: 2008-2012 (Continuação)

	Vendas 2011						Vendas 2012						TCAM ₅ ⁹		
	Totais (€)	TC (%)	Nacionais (€)	TC (%)	Exportações (€)	TC (%)	Totais (€)	TC (%)	Nacionais (€)	TC (%)	Exportações (€)	TC (%)	Totais (%)	Nacionais (%)	Exportações (%)
Campoaves, S.A.	35.378.156	22,51	28.805.416	16,94	6.572.739	54,85	37.650.886	6,42	29.852.640	3,64	7.798.246	18,65	14,47	8,03	581,65
Inogen, LDA.	5.030.925	23,43	4.785.964	20,98	244.961	103,91	5.200.863	3,38	5.064.014	5,81	136.851	-44,13	15,30	14,53	-
Lusiaves, S.A.	180.917.906	30,48	175.859.693	29,31	5.058.214	90,46	198.669.089	9,81	188.223.818	7,03	10.445.271	106,50	19,10	18,03	56,15
Lusifrota, S.A.	9.740.165	13,36	9.740.165	13,94	-	-	9.843.607	1,06	9.843.607	1,06	-	-	6,29	6,29	-
Meigal, S.A.	15.811.206	8,50	15.770.049	9,52	41.157	-76,16	9.967.283	-36,96	9.188.434	-41,73	778.849	1792,39	-5,03	-6,95	-
Multilafões, S.A.	5.783.901	-10,00	5.783.901	-8,77	-	-	7.686.138	32,89	7.686.138	32,89	-	-	21,41	21,41	-
Perugel, S.A.	19.842.570	11,97	19.811.527	12,03	31.043	-16,25	15.396.045	-22,41	15.383.157	-22,35	12.888	-58,48	-4,55	-4,56	35,69
TNA, S.A.	10.775.032	7,17	10.775.032	7,17	-	-	9.952.202	-7,64	9.952.202	-7,64	-	-	-3,36	-3,35	-
Triperu, S.A.	31.215.506	22,02	30.678.619	21,18	536.887	102,32	32.524.913	4,19	31.857.389	3,84	667.525	24,33	14,01	13,43	207,30
Grupo Exportadoras	314.495.367	23,55	302.010.366	22,31	12.485.001	63,73	326.891.026	3,94	307.051.399	1,67	19.839.630	58,91	13,60	12,09	82,69
Belperu, S.A.	141.000	0,00	141.000	-	-	-	141.000	-	141.000	-	-	-	20,90	20,90	-
Campo Aberto, LDA.	319.982	45,05	319.982	45,05	-	-	120.912	-62,21	120.912	-62,21	-	-	46,72	46,72	-
Campo Vivo, LDA.	315.645	48,73	315.645	48,73	-	-	403.383	27,80	403.383	27,80	-	-	117,09	117,09	-
Granja Avícola, LDA.	1.618.266	-2,54	1.618.266	-2,54	-	-	1.727.979	6,78	1.727.979	6,78	-	-	22,59	22,59	-
HS & F, S.A.	24.291.551	7,89	24.291.551	7,89	-	-	25.606.338	5,41	25.606.338	5,41	-	-	3,56	3,56	-
Hiperfrango, S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Hiperfrango, LDA.	-	-	-	-	-	-	31.729.498	-	31.729.498	-	-	-	-	-	-
Racentro, S.A.	100.591.411	31,63	100.591.411	31,63	-	-	113.083.088	12,42	113.083.088	12,42	-	-	9,17	9,17	-
Rodricarnes, S.A.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Grupo Não Exportadoras	127.277.855	18,01	127.277.855	18,01	-	-	172.812.198	35,78	172.812.198	35,78	-	-	9,56	9,56	-
GL	441.773.222	21,90	429.288.221	21,00	12.485.001	63,73	499.703.224	13,11	479.863.597	11,78	19.839.630	58,91	12,12	11,14	82,69

Fonte: Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI.

⁹ As taxas de crescimento anuais médias em cinco anos (TCAM₅) são apresentadas em percentagem e calculadas pela fórmula: $TCAM_5 = \left[\left(y_i / y_0 \right)^{1/5} - 1 \right] \times 100$ onde, y_i é o valor do ano presente, y_0 o valor do ano base e o n o número total de anos (Rocha, 1984).

Tabela 6: Pesos das Vendas Individuais sobre Vendas do Grupo Lusiaves: 2008-2012 (%)

	Vendas 2008			Vendas 2009			Vendas 2010			Vendas 2011			Vendas 2012			PM ₅ ¹⁰
	Totais	Nacionais	Export. ¹¹	Totais	Nacionais	Export.	Totais	Nacionais	Export.	Totais	Nacionais	Export.	Totais	Nacionais	Export.	Vendas Totais
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Campoaves, S.A.	6,93	6,97	0,20	7,32	7,02	30,35	7,97	6,94	55,66	8,01	6,71	52,65	7,53	6,22	39,31	7,55
Inogen, LDA.	0,93	0,94	-	1,14	1,15	0,45	1,12	1,12	1,58	1,14	1,11	1,96	1,04	1,06	0,69	1,07
Lusiaves, S.A.	31,22	30,83	98,65	34,33	33,95	64,30	38,26	38,33	34,83	40,95	40,97	40,51	39,76	39,22	52,65	36,90
Lusifrota, S.A.	2,44	2,45	-	2,51	2,54	-	2,37	2,41	0,57	2,20	2,27	-	1,97	2,05	-	2,30
Meigal, S.A.	3,87	3,90	-	3,91	3,92	3,36	4,02	4,06	2,26	3,58	3,67	0,33	1,99	1,91	3,93	3,48
Multilafões, S.A.	1,12	1,12	-	2,30	2,32	-	1,77	1,79	1,14	1,31	1,35	-	1,54	1,60	-	1,61
Perugel, S.A.	5,86	5,90	0,22	5,34	5,41	0,08	4,89	4,98	0,48	4,49	4,61	0,25	3,08	3,21	0,06	4,73
TNA, S.A.	3,61	3,63	0,51	3,33	3,37	-	2,77	2,83	-	2,44	2,51	-	1,99	2,07	-	2,83
Triperu, S.A.	6,09	6,12	0,42	6,06	6,12	1,46	7,06	7,14	3,48	7,07	7,15	4,30	6,51	6,64	3,36	6,56
Grupo Exportadoras	62,07	61,86	100,00	66,24	65,82	100,00	70,24	69,60	100,00	71,19	70,35	100,00	65,42	63,99	100,00	67,02
Belperu, S.A.	0,02	0,02	-	0,02	0,02	-	0,04	0,04	-	0,03	0,03	-	0,03	0,03	-	0,03
Campo Aberto, LDA.	0,01	0,01	-	0,02	0,02	-	0,06	0,06	-	0,07	0,07	-	0,02	0,03	-	0,04
Campo Vivo, LDA.	0,01	0,01	-	0,03	0,03	-	0,06	0,06	-	0,07	0,07	-	0,08	0,08	-	0,05
Granja Avícola, LDA.	0,24	0,24	-	0,48	0,49	-	0,46	0,47	-	0,37	0,38	-	0,35	0,36	-	0,38
HS & F, S.A.	7,04	7,08	-	6,42	6,50	-	6,21	6,35	-	5,50	5,66	-	5,12	5,34	-	6,06
Hiperfrango, S.A.	4,42	4,45	-	4,73	4,79	-	1,84	1,88	-	-	-	-	-	-	-	2,20
Hiperfrango, LDA.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6,35	6,61	-	1,27
Racentro, S.A.	25,18	25,32	-	22,05	22,33	-	21,09	21,54	-	22,77	23,43	-	22,63	23,57	-	22,74
Rodricarnes, S.A.	1,02	1,02	-	0,01	0,01	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,21
Grupo Não Exportadoras	37,93	38,14	0,00	33,76	34,18	0,00	29,76	30,40	0,00	28,81	29,65	0,00	34,58	36,01	0,00	32,98
GL¹²	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fonte: Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI.

¹⁰ Os pesos médios em 5 anos (PM₅) são apresentados em percentagem e calculados pela fórmula $PM_5 = \frac{\sum_{i=1}^5 w_i}{5}$ onde , W_i corresponde ao valor do peso do ano i, ou seja,

$$W_i = \frac{\text{Vendas Individuais}_i}{\text{Vendas GrupoLusiaves}_i} \times 100 \cdot$$

¹¹ Export. - Exportações

¹² GL - Grupo Lusiaves.

Observa-se que, maioritariamente, as empresas exibem uma taxa de crescimento média das vendas do período positiva, no entanto, como exceção aparecem as empresas Meigal Alimentação, S.A. com uma taxa negativa de cerca de 5%, registando a maior queda em 2012, a Perugel, S.A. com 4,55%, apesar da sua ligeira recuperação em 2011, seguindo-se a queda mais acentuada das suas vendas em 2012, e por fim, a TNA, S.A., verificando um decréscimo médio das vendas totais de 3,36% (Tabela 5).

▪ VENDAS NACIONAIS

O mercado nacional é o principal palco das transações comerciais das empresas do GL, apresentando uma taxa de crescimento média anual de 11,14% (Tabela 5). No período analisado, as empresas Lusiaves, S.A. e Racentro, S.A. são as empresas que apresentam um maior volume de vendas nacionais, em todos os anos consecutivos, crescendo em média 18,03% e 9,17% ao ano, respetivamente (Tabela 5). A Racentro, S.A. como uma empresa puramente doméstica apresenta o maior volume de vendas no mercado interno, aproximadamente 114 milhões no ano de 2012 (Tabela 5). Por sua vez, esta e a Lusiaves, S.A. perfizeram cerca de 63% das vendas destinadas ao mercado nacional no ano de 2012 (Tabela 6).

No seguimento da análise realizada ao volume de vendas totais, a Campo Aberto, LDA. e Campo Vivo, LDA. são as que menor peso têm no total e maiores taxas de crescimento anuais médias apresentam (Tabela 5 e Tabela 6). No ano de 2012 o GL realizou cerca de 480 milhões de euros em vendas de mercadorias e prestações de serviços com único destino o mercado doméstico, em detrimento aos 20 milhões correspondentes a vendas destinadas ao mercado estrangeiro (Tabela 5).

▪ EXPORTAÇÕES

O GL presidido por Avelino Gaspar projetou uma nova etapa de crescimento no mercado externo, essencialmente a partir do ano de 2008 com um plano de investimentos e modernização, reforçando toda a atividade produtiva e impulsionando o crescimento das exportações (Alegria e Reis, 2012). Assim, ao longo dos anos, o GL tem vindo a ter uma maior presença em mercados internacionais, sendo que nos últimos dois anos em análise o valor das exportações do GL quase que duplicou, passando de cerca de 12 milhões para 20 milhões de euros em 2012 (Tabela 5). De facto, o GL

verificou uma taxa média de crescimento das suas exportações de aproximadamente 83% entre 2008 e 2012 (Tabela 5).

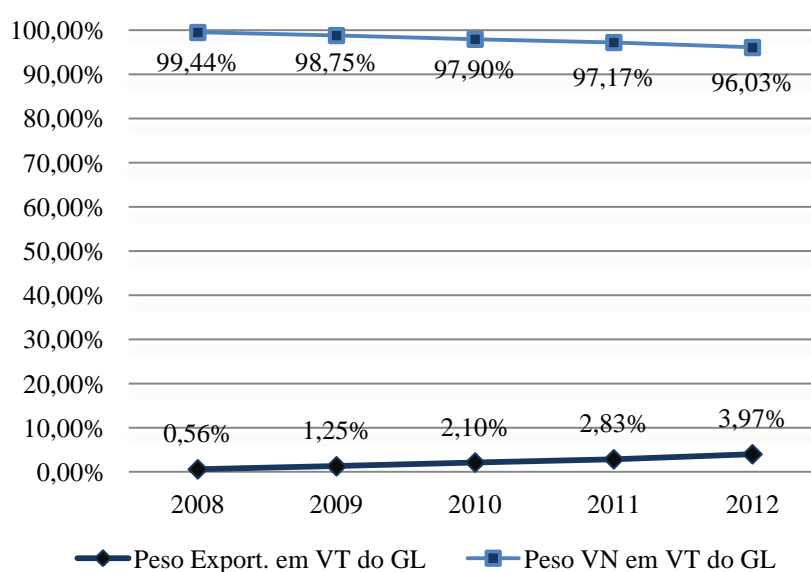
Na Tabela 5, verifica-se que, a Lusiaves, S.A. dominou as exportações do grupo em 2008 e 2009, representando 98,65% e 64,30%, respetivamente, com uma taxa de crescimento média das exportações no período 2008-2012 de 56,15% (Tabela 6 e Tabela 5). Esta sua posição foi ultrapassada pela Campoaves, S.A., que nos três anos que se seguiram liderou em atividade exportadora (Tabela 5 e Tabela 6). Importa ressaltar que as empresas como a Multilafões, S.A., a TNA, S.A., que desenvolve a sua atividade no âmbito da Tecnologia e Nutrição Animal e a prestadora de serviços de transporte, Lusifrota, S.A., apenas se dedicaram à atividade exportadora um ano, não tendo grande relevância como objeto de análise. A sociedade que mais viu crescer o seu nível de exportações foi a Campoaves, S.A., produtora de campo do frango com uma taxa média de cerca de 581,65%, para tal contribuíram os investimentos realizados com a criação de uma Unidade de Transformação de Subprodutos (UTS), inaugurada em 2010, onde os subprodutos provenientes dos matadouros têm como único destino a exportação (Cardoso e Silva, 2011) (Tabela 5). Designadamente gorduras, farinhas de carne, farinhas de sangue, farinhas de penas, destinadas a diversos compradores, tais como, a Nestlé e a *Royal Canin*. Tratou-se de transformar um custo numa receita. (Cardoso e Silva, 2011).

Para além dos produtos mencionados, também são exportados produtos avícolas com destino aos mercados mais próximos, Angola, França, Espanha, Luxemburgo e Inglaterra. Relativamente à presença em mercado angolano, esta é apenas de carácter comercial, com a existência de um entreposto em Benguela a partir de onde são redistribuídos os produtos por todo o território angolano, nomeadamente Luanda (Cardoso e Silva, 2011). Em Espanha, atualmente, procede-se à distribuição unicamente através dos entrepostos de Estremoz, Mirandela e da Guia, sendo que um dos principais objetivos do GL é integrar o tecido empresarial espanhol (Alegria e Reis, 2012).

No ano de 2012 foram desenvolvidas ações no sentido de dar continuidade ao crescimento em mercados já presentes e conquistar novos mercados. Nesse sentido esteve a participação da empresa Lusiaves - Indústria e Comércio Agro - Alimentar, SA, pela primeira vez, na edição do SISAB Portugal – Salão Internacional do Setor Alimentar e Bebidas no Pavilhão Atlântico, objetivando dar a conhecer os seus produtos a novos compradores internacionais (Fonseca, 2013).

A estratégia de internacionalização, ainda em 2012, passou pela visita empresarial do presidente do GL ao Golfo Pérsico, dando a conhecer novas oportunidades de negócio a esta região. A iniciativa de aposta no Médio Oriente foi vista como a possibilidade em penetrar num mercado localizado estrategicamente no extremo oeste da Ásia, fazendo fronteira com a Europa e a África, e com uma enorme riqueza, dado o seu elevado nível de exportações mundiais de petróleo e gás natural (Fonseca, 2013).

Gráfico 1: Peso das Exportações e Vendas Nacionais no Volume de Vendas Total do Grupo Lusiaves: 2008 - 2012 (%)



Legenda: GL – Grupo Lusiaves; Export.– Exportações; VN – Vendas Nacionais; e VT – Vendas Totais.

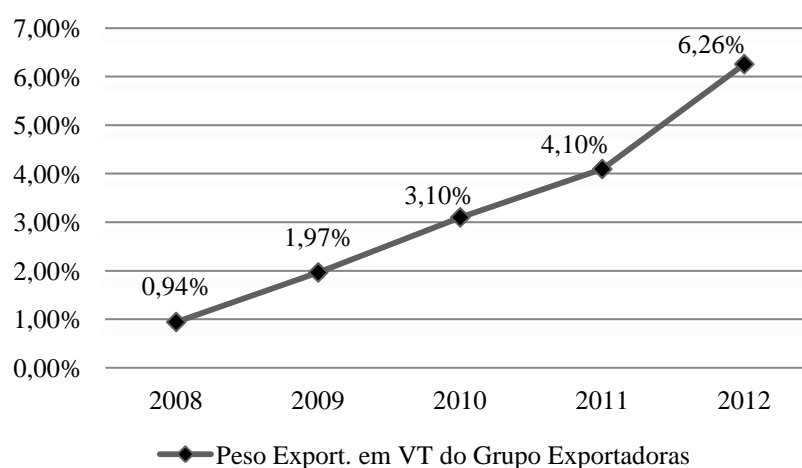
Fonte: Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI.

Graficamente é possível observar que de ano para ano a representatividade das exportações no grupo foi sempre crescente. De facto os esforços realizados nesse sentido permitiram que o seu peso sobre as vendas totais evoluísse de 0,56% (1.781.032€) em 2008, para 3,97% (19.839.630€) em 2012 (Gráfico 1 e Tabela 5). Contudo, verifica-se que as vendas com destino ao mercado nacional são notavelmente dominantes em todos os anos em análise.

▪ Grupo Exportadoras

O Grupo de empresas Exportadoras domina a atividade de vendas ao longo dos 5 anos. De facto, em 2008 o Grupo Exportadoras gerava cerca de 62% das vendas do GL culminando com 65% em 2012 (Tabela 6). As vendas totais do Grupo Exportadoras cresceram a uma taxa anual média de aproximadamente 14% e as vendas nacionais a 12% (Tabela 5). No gráfico 2, apresentado de seguida, verifica-se que em 2008 as exportações representavam apenas 0,94% das vendas totais das empresas exportadoras, sendo que a tendência foi sempre crescente ao longo dos anos, onde no último ano a percentagem subiu para 6,26%.

Gráfico 2: Peso das Exportações no Volume Total de Vendas do Grupo Exportadoras: 2008 - 2012 (%)



Fonte: Export. – Exportações; e VT – Vendas Totais. **Fonte:** Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI

▪ Grupo Não Exportadoras

O Grupo Não Exportadoras sofreu alterações ao longo do período, nomeadamente a Rodricarnes, S.A., que cessou a sua atividade em 2010, para a qual o ano de 2009 é o último que espelha valores de vendas, a Hiperfrango, S.A., que no ano de 2011 sofreu um processo de fusão com a empresa Lusiaves, S.A. e, finalmente, a Hiperfrango, Lda., que iniciou somente a sua atividade em 2012 (Tabela 5). Crescendo a uma taxa anual média de 9,56% o Grupo Não Exportadoras representou cerca de 34,58% do volume de vendas totais do GL no ano de 2012 (Tabela 5 e Tabela 6).

4.1.1. Conclusão

As empresas Lusiaves, S.A. e Racentro, S.A., detidas a 100% pelo GL, são aquelas cujo papel é preponderante no sucesso do grupo, a primeira incorporando o Grupo Exportadoras, assume o maior volume de vendas independentemente do mercado de destino e a última como empresa que opera unicamente em território nacional é um dos grandes pilares do GL.

A aposta na penetração de mercados internacionais, via exportações, foi uma aposta visível do GL entre 2008 e 2012, através dos investimentos e ações desenvolvidas nesse sentido, permitindo que o peso das exportações aumentasse de ano para ano quer em termos de volume de vendas global do GL, como assumindo uma maior representatividade no volume de vendas do Grupo Exportadoras. Apesar do seu menor volume, as exportações apresentaram as taxas mais elevadas de crescimento ao longo dos anos.

4.2 Grau de Internacionalização e Situação Económico-Financeira

Por forma a conhecer a situação económico-financeira do GL, tornou-se necessária a recolha de informação relevante relativamente a indicadores específicos. Nesta secção pretende-se evidenciar a evolução do grau de internacionalização do GL relacionando-a com a evolução dos principais rácios de rendibilidade e endividamento. Dado o principal foco de análise ser a deteção de divergências em termos de rendibilidade e endividamento entre empresas exportadoras e aquelas que atuam unicamente em mercado nacional, foram excluídas da análise aquelas que, apesar de terem alguma atividade internacional, apresentam valores bastante reduzidos, ou seja a:

- Lusifrota – Transportes, S.A, por apenas apresentar valores de prestações de serviços para o mercado comunitário no ano de 2010.
- TNA – Tecnologia e Nutrição Animal, S.A., uma vez que, unicamente no ano de 2008 apresentou vendas de mercadorias em mercado comunitário e extra - comunitário.
- Multilafões – Aviário de Multiplicação de Lafões, S.A., pois apenas são conhecidos valores de vendas de mercadorias para o mercado comunitário em 2010.

Também são excluídas da investigação aquelas que integram o Grupo de Empresas Domésticas, desenvolvendo a sua atividade unicamente em território português, e que não têm valores de vendas nacionais para todos os anos do período 2008-2012:

- Rodricarnes – Comércio de Carnes, S.A. com valores apenas para 2008 e 2009.
- Hperfrango – Produção Avícola, LDA., unicamente o ano de 2012 tem vendas.
- Hiperfrango – Comércio e Distribuição de Carnes e Aves, S.A., somente de 2008-2010 são apresentadas vendas.

Desta forma, apenas são incluídas na análise as empresas que contemplem valores para todos os anos das variáveis em estudo.

De seguida procede-se à análise de um conjunto de indicadores frequentemente utilizados pela literatura, com recurso aos dados contidos nas Demonstrações Financeiras (DF) de cada empresa fornecidas pela base de dados SABI.

4.2.1. Grau de Internacionalização

A literatura sugere três medidas do grau de internacionalização de uma empresa: vendas estrangeiras sobre vendas totais, percentagem de ativos estrangeiros sobre ativos totais e o número de segmentos geográficos onde a empresa opera (Sullivan, 1994; Hiramoto e Saito, 2010; Reeb et al., 2001; Singh e Nejadmalayeri, 2004). O primeiro indicador é considerado como uma *proxy* baseada na performance da internacionalização, o segundo trata-se de uma medida estrutural de internacionalização e o último é usualmente visto como uma *proxy* para a diversificação estrutural ou cultural (Reeb et al., 2001).

Contudo a escolha do indicador a usar encontra-se muitas vezes limitada pela inexistência de dados (Hiramoto e Saito, 2010). Em estudos já realizados encontram-se justificações para a preferência dada ao cálculo do indicador através das exportações (Mansi e Reeb, 2002; Johanson e Vahlne, 1977). Johanson e Vahlne (1977) construíram um modelo de internacionalização de uma empresa, afirmando que se trata de um processo lento onde a abertura internacional das empresas começa com a atividade exportadora e que gradualmente o compromisso internacional aumenta. A análise do grau de internacionalização do GL, é realizada através do rácio que relaciona as vendas com destino ao mercado internacional e o volume de vendas total, como anteriormente mencionado. A Tabela 7 evidencia a fórmula de cálculo do grau de internacionalização, sustentada por diversos autores.

Tabela 7: Mensuração do Grau de Internacionalização

Nomenclatura	Fórmula	Autor (es)
<i>Grau de Internacionalização</i>	$GI_i = \left(\frac{\text{Exportações}_i}{\text{Vendas Totais}_i} \right) \times 100$	Joliet e Muller (2013); Reeb et al. (2001); Saito e Hiramoto (2010); Mishra e Tannous (2010); Singh e Nejadmalayeri (2004).
<i>Grau de Internacionalização médio em 5 anos</i>	$GI_5 = \frac{\sum_{i=1}^5 GI_i}{5}$	Joliet e Muller (2013); Reeb et al. (2001); Saito e Hiramoto (2010); Mishra e Tannous (2010); Singh e Nejadmalayeri (2004).

Nota: i - corresponde ao ano em análise. **Fonte:** Elaboração própria.

A importância dada pelo GL ao seu processo de internacionalização evoluiu de forma positiva. Em 2008, apenas 0,64% das vendas totais do GL e 1,02% das vendas do Grupo Exportadoras correspondiam a exportações evoluindo para 4,50% e 6,63% em 2012, respetivamente. O GL acentuou os seus esforços na dinamização das suas exportações, revelando um grau de internacionalização médio em 5 anos de 2,36%. Apesar de ainda não muito significativa, esta percentagem resulta de um crescimento das exportações de todas as empresas do Grupo Exportadoras no período analisado (Tabela 8).

Tabela 8: Evolução do Grau de Internacionalização do Grupo Lusiaves: 2008-2012 (%)

	2008	2009	2010	2011	2012	GI ₅
Campoaves, S.A.	0,02	5,20	14,32	18,58	20,71	11,77
Inogen, LDA.	0,00	0,49	2,95	4,87	2,62	2,19
Lusiaves, S.A.	1,78	2,35	1,92	2,80	5,26	2,82
Meigal, S.A.	0,00	1,07	1,18	0,26	7,81	2,07
Perugel, S.A.	0,02	0,02	0,21	0,16	0,08	0,10
Triperu, S.A.	0,04	0,30	1,04	1,72	2,05	1,03
Grupo Exportadoras	1,02	2,15	3,22	4,33	6,63	3,47
GL	0,64	1,41	2,23	3,01	4,50	2,36

Legenda: GL – Grupo Lusiaves; GI₅ – Grau de internacionalização médio em 5 anos. **Fonte:** Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI.

4.2.2 Indicadores de Rendibilidade

Os indicadores que se seguem permitem avaliar a capacidade da empresa gerar valor de forma a satisfazer todas as necessidades dos agentes da organização (Neves, 2006). Desta forma, pretende-se avaliar a capacidade de uma empresa em gerar lucro, de acordo com as suas despesas e custos incorridos durante um período de tempo específico. Ambiciona-se deste modo conhecer a eficiência com que as empresas do GL utilizam os seus ativos, e a performance económica de todo o GL.

A Tabela 9 evidencia as fórmulas de cálculo dos diversos indicadores de rendibilidade, sustentadas por diversos autores.

Tabela 9: Mensuração dos Indicadores de Rendibilidade

Nomenclatura	Fórmula	Autor (es)
<i>Margem de Resultados Antes de Juros e Impostos (RAJI)</i>	$MRAJI_i = \frac{RAJI_i}{Vendas\ Totais_i} \times 100$	Mishra e Tannous (2010); Singh e Nejadmalayeri (2004); Delen et al., (2013).
<i>Margem Resultados Antes de Juros e Impostos média em 5 anos</i>	$MRAJI_5 = \frac{\sum_{i=1}^5 MRAJI_i}{5}$	Mishra e Tannous (2010); Singh e Nejadmalayeri (2004); Delen et al., (2013).
<i>Rendibilidade dos Ativos</i>	$ROA_i = \left(\frac{Re\ sultados\ Correntes_i}{Ativo\ Total_i} \right) \times 100$	Mishra e Tannous (2010); Singh e Nejadmalayeri (2004); Delen et al., (2013); Neves (2006).
<i>Rendibilidade dos Ativos média em 5 anos</i>	$ROA_5 = \frac{\sum_{i=1}^5 ROA_i}{5}$	Mishra e Tannous (2010); Singh e Nejadmalayeri (2004); Delen et al., (2013); Neves (2006).
<i>Rendibilidade dos Capitais Próprios</i>	$RCP_i = \left(\frac{Re\ sultado\ Líquido_i}{Capital\ Próprio_i} \right) \times 100$	Singh e Nejadmalayeri (2004). Delen et al., (2013); Neves (2006).
<i>Rendibilidade dos Capitais Próprios média em 5 anos</i>	$RCP_5 = \frac{\sum_{i=1}^5 RCP_i}{5}$	Singh e Nejadmalayeri (2004); Delen et al., (2013); Neves (2006).

Nota: i - corresponde ao ano em análise. **Fonte:** Elaboração própria.

Importa antes referir, que os valores calculados para os indicadores de rendibilidade apresentam-se na tabela 10.

Tabela 10: Evolução dos Indicadores de Rendibilidade do Grupo Lusiaves: 2008-2012 (%)

	<i>Margem de Resultados Antes de Juros e Impostos</i>					<i>MRAJl₅</i>	<i>Rendibilidade dos Ativos</i>					<i>ROA₅</i>	<i>Rendibilidade dos Capitais Próprios</i>					<i>RCP₅</i>
	2008	2009	2010	2011	2012		2008	2009	2010	2011	2012		2008	2009	2010	2011	2012	
Campoaves, S.A.	3,81	5,17	5,57	4,81	8,59	5,59	1,45	2,78	4,17	3,88	9,07	4,27	7,18	33,97	8,89	9,95	21,04	16,21
Inogen, LDA.	0,18	1,96	4,09	2,43	2,75	2,28	7,42	11,25	8,93	6,64	6,06	8,06	32,27	38,88	26,51	14,90	12,46	25,01
Lusiaves, S.A.	1,39	3,02	3,1	3,13	2,9	2,71	-0,41	1,74	3,34	4,08	4,20	2,59	1,07	4,91	8,99	12,77	12,30	8,01
Meigal, S.A.	1,57	2,62	2,48	3,46	6,47	3,32	1,22	3,25	3,92	6,18	9,26	4,77	1,22	3,25	3,92	6,18	9,26	4,77
Perugel, S.A.	-0,08	-2,47	-2,59	0,27	-6,14	-2,20	-0,94	-8,27	-8,80	-0,72	-23,23	-8,39	0,64	-14,16	-21,89	-2,96	-68,74	-21,42
Triperu, S.A.	-5,03	0,55	1,85	2,67	0,82	0,17	-10,46	0,09	2,77	4,69	0,59	-0,46	-26,74	5,80	6,27	9,85	1,80	-0,60
Grupo Exportadoras	0,82	2,48	2,81	3,1	3,04	2,45	-0,79	1,60	3,13	4,05	4,14	2,43	0,19	6,75	7,80	11,41	11,43	7,52
Belperu, S.A.	-137,93	-84,62	11,19	17,35	28,05	-33,19	2,65	0,34	0,88	0,76	-4,94	-0,06	2,03	0,66	0,65	0,92	-3,15	0,22
Campo Aberto, LDA.	17,06	10,19	6,22	4,55	3,23	8,25	1,48	12,46	14,91	50,37	75,92	31,03	0,71	3,88	4,25	2,32	2,22	2,68
Campo Vivo, LDA.	-7,21	-0,81	1,1	1,25	1,8	-0,77	7,89	1,61	2,86	49,55	54,66	23,31	1,49	0,40	0,63	-0,22	-0,52	0,35
Granja Avícola, LDA.	8,77	4,41	15,02	13,84	27,26	13,86	57,78	49,29	59,35	49,50	24,84	48,15	39,10	23,84	36,00	11,01	11,20	24,23
HS & F, S.A.	0,11	0,6	5,32	3,01	5,76	2,96	14,09	10,46	20,82	4,28	4,77	10,89	11,79	7,23	12,56	1,51	-0,68	6,48
Racentro, S.A.	1,28	1,18	1,14	2,39	1,69	1,54	18,45	30,46	13,58	12,14	11,66	17,26	6,54	10,32	4,40	4,31	3,85	5,88
Grupo Não Exportadoras	1	1,05	2,32	2,67	2,77	1,96	2,49	3,44	7,43	9,31	8,82	6,30	8,29	9,27	17,43	20,71	17,10	14,56
GL	0,88	2	2,66	2,97	2,95	2,29	-0,27	1,86	3,75	4,86	4,99	3,04	1,48	7,14	9,18	12,98	12,64	8,69

Legenda: GL – Grupo Lusiaves; MRAJl₅ - Margem de Resultados Antes de Juros e Impostos média em 5 anos; ROA₅ - Rendibilidade dos Ativos média em 5 anos; RCP₅ - Rendibilidade dos Capitais Próprios média em 5 anos. **Fonte:** Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI.

A MRAJI traduz a relação entre o lucro, incluindo todas as despesas menos as respeitantes a juros e impostos, e o volume de vendas realizado pela empresa, indicando a eficiência operativa da mesma (Delen et al., 2013). Neste contexto, permite aferir a capacidade das vendas das empresas do GL gerarem uma determinada margem líquida. Ao longo dos cinco anos o rácio tem evoluído de forma favorável, registando uma tendência crescente sempre de valores positivos, revelando unicamente uma quebra insignificante de 0,02% de 2011 para 2012. Nomeadamente, o rácio evoluiu de 0,88% em 2008 para 2,95% em 2012, crescendo 2,07% no período. O GL como um todo regista uma MRAJI média aproximada de 2,30%, o que significa que a administração do GL revelou a capacidade de criar eficiência operativa, mantendo os proveitos operacionais acima dos custos operacionais e assim gerando resultados positivos de ano para ano. Analisando individualmente as empresas do GL, verifica-se que a Granja, LDA. (13,86%), empresa dedicada à avicultura, destaca-se pela sua evolução de tendência crescente, onde o indicador expressa o valor médio mais elevado do rácio entre as empresas em estudo, seguindo-se a Campo Aberto, LDA.(8,25%) e a Campoaves, S.A. (5,59%).

Contrariamente, três empresas do grupo destacam-se por valores médios da MRAJI negativos, registando um prejuízo ao longo dos vários anos, a Belperu, S.A. (-33,19%), a Perugel, S.A. (-2,20%) e a Campo Vivo, LDA. (-0,77%). Desta forma, todas as empresas do GL que apresentam valores médios positivos do rácio têm vindo a utilizar os seus ativos eficientemente, onde as vendas conseguem cobrir todos os custos de exploração, incluindo provisões e amortizações, e ainda assim se obtenha lucro. O inverso se passa com as três empresas onde o rácio não é sustentável, dado que estas apresentam incapacidade em cobrir todos os seus custos de exploração, com o volume de vendas praticado, revelando em média um prejuízo ao longo dos cinco anos.

Considerando a desagregação do GL em empresas exportadoras e domésticas, o agregado que apresenta uma maior MRAJI média é o grupo das empresas com atividade exportadora, apresentando uma margem de aproximadamente 2,45%, em detrimento à de 1,96% evidenciada pelo Grupo Não Exportadoras. Estes resultados podem ser justificados pelo facto das empresas exportadoras do GL terem significativamente uma maior base de ativos e, assim, gerarem mais vendas, resultando numa maior rendibilidade medida pela MRAJI.

O indicador ROA traduz a capacidade da empresa gerar rendimento com os ativos que a constituem (Friedlob e Plewa, 1996). Este é composto pelas rubricas: resultados correntes, isto é, os proveitos da empresa após serem deduzidos todos os custos operacionais e financeiros incorridos no período, e ativo total, ou seja, o conjunto de valores que cada empresa tem em determinado momento na sua posse ou tem direito a receber (Friedlob e Plewa, 1996). Constata-se que o GL começou o período 2008-2012 com a rendibilidade dos ativos a apresentar valores negativos, com cerca de -0,27%, onde os ativos do GL não conseguiram gerar o rendimento que deveriam.

Efetivamente três empresas do GL apresentaram valores negativos em 2008, incluindo a Lusiaves, S.A., a principal empresa do grupo, que maior peso tem nas vendas totais do mesmo, significando isto que a mesma não conseguiu superar o valor dos seus ativos em resultados correntes. No entanto, de 2009 a 2012 o GL mostrou valores sempre positivos e crescentes, registando em 2012, 4,99% de ROA. Em termos médios do indicador o GL situa-se nos 2,04%. As empresas com maior ROA no período foram a Granja, LDA. (48,15%), as duas empresas igualmente dedicadas à avicultura, Campo Aberto, LDA.(31,03%) e a Campo Vivo, LDA.(23,31). O Grupo Exportadoras teve um rácio médio de 2,43% no período, o que apesar de positivo, não superou o resultado de 6,30% do Grupo Não Exportadoras. Efetivamente as empresas exportadoras mostraram menos capacidade em gerar rendimento com os seus ativos, apesar do seu maior volume de resultados correntes e ativos.

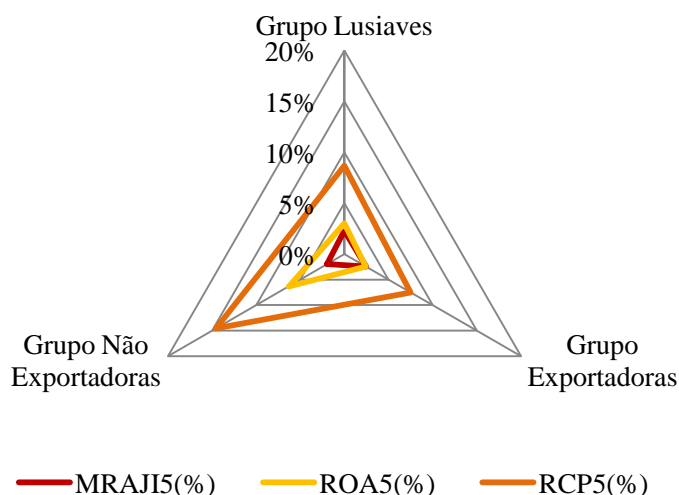
A Rendibilidade dos Capitais Próprios indica em que situação se encontra a empresa quanto à eficácia de utilização dos seus capitais próprios (Neves, 2006). As rubricas do rácio relacionam o lucro ou prejuízo gerado no exercício e o valor líquido do património das empresas do GL. Em termos de RCP o GL registou ao longo dos cinco anos valores positivos e crescentes de ano para ano. Em média a RCP do GL registou o valor de 8,69%, e desta forma verifica-se que a maioria das empresas conseguiram remunerar os titulares do seu capital (acionistas/sócios), com exceção da Perugel, S.A. que registou uma rendibilidade de -21,42%. Neste indicador a Inogen, S.A., empresa de comércio por grosso de produtos farmacêuticos foi a empresa do grupo com maior RCP, 25,01%, sendo que cerca de ¼ dos resultados líquidos foram remunerados por capitais próprios. Verifica-se que o grupo de empresas exportadoras contribui em média com uma menor percentagem de remuneração do seu capital próprio para os resultados líquidos. Em contrapartida o

Grupo Não Exportadoras apresenta uma rendibilidade média de 14,56%, quase o dobro do Grupo Exportadoras.

4.2.2.1 Conclusão

O ano de 2008 foi claramente aquele cujos indicadores de rendibilidade do GL apresentaram valores mais reduzidos. Embora, se tenha registado uma expressiva tendência crescente dos valores dos rácios nos anos que se seguiram, traduzindo um desempenho positivo na sua capacidade de gerar resultados de forma a satisfazer as exigências dos agentes das organizações. Os resultados dos indicadores revelaram de forma geral que a Granja Avícola, LDA. (CAE Primário Rev.3 01470 - Avicultura) foi a empresa que apresentou valores médios mais elevados de rendibilidade, surgindo no seguimento de esta ser a segunda empresa com a taxa de crescimento anual média de vendas totais mais elevada. Em contrapartida, a Perugel, S.A., empresa de abate de aves, destaca-se por razões contrárias, aparecendo com rendibilidades negativas na quase totalidade dos anos em análise dos diferentes rácios. De facto, esta é a empresa com a taxa de crescimento anual média das vendas mais baixa do GL.

Gráfico 3: Resultados Médios dos Indicadores de Rendibilidade do Grupo Lusiaves: 2008-2012 (%)



Legenda: MRAJI₅ – Margem de Resultados Antes de Juros e Impostos média em 5 anos; ROA₅ – Rendibilidade dos Ativos média em 5 anos; e RCP₅ - Rendibilidade dos Capitais Próprios média em 5 anos.

Fonte: Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI.

O gráfico 4 permite concluir que efetivamente a ROA e a RCP apresentam resultados ambíguos, contradizendo a conclusão retirada pelo indicador MRAJI, quanto à diferenciação entre o Grupo Exportadoras e o Grupo Não Exportadoras. Esta divergência encontra-se igualmente registada no estudo de Singh e Nejadmalayeri (2004). No seguimento do crescimento verificado pelas vendas domésticas e exportações, registaram-se melhorias ao nível da rendibilidade e competitividade do GL.

4.2.3. Indicadores de Endividamento

Os Rácios de Endividamento avaliam a capacidade da empresa em dar resposta aos seus compromissos financeiros no curto e/ou médio-longo prazo (Neves, 2006). A estratégia de financiamento das empresas é colocada em análise, sendo averiguada a composição da estrutura de capital de cada empresa do GL, quanto à proporção de utilização de capitais próprios e capitais alheios no desenvolver das suas atividades.

A Tabela 11 evidencia as fórmulas de cálculo dos diversos indicadores de endividamento, sustentadas por diversos autores.

Tabela 11: Mensuração dos Indicadores Endividamento

Nomenclatura	Fórmula	Autor(es)
<i>Endividamento Total</i>	$End.Total_i = \left(\frac{Passivo\ Total_i}{Ativo\ Total_i} \right) \times 100$	Reeb et al. (2010); Saito e Hiramoto (2010); Joliet e Muller (2013); Sing e Nejadmalayeri (2004); Neves (2006).
<i>Endividamento Total médio em 5 anos</i>	$End.Total_5 = \frac{\sum_{i=1}^5 End.Total_i}{5}$	Reeb et al. (2010); Saito e Hiramoto (2010); Joliet e Muller (2013); Sing e Nejadmalayeri (2004); Neves (2006).
<i>Endividamento de Curto Prazo</i>	$End.CP_i = \left(\frac{Passivo\ CP_i}{Ativo_i} \right) \times 100$	Saito e Hiramoto (2010); Sing e Nejadmalayeri (2004).
<i>Endividamento de Curto Prazo médio em 5 anos</i>	$End.CP_5 = \frac{\sum_{i=1}^5 End.CP_i}{5}$	Saito e Hiramoto (2010); Sing e Nejadmalayeri (2004).
<i>Endividamento de Médio e Longo Prazo</i>	$End.MLP_i = \left(\frac{Passivo\ MLP_i}{Ativo_i} \right) \times 100$	Saito e Hiramoto (2010); Joliet e Muller (2013); Sing e Nejadmalayeri (2004).
<i>Endividamento de Médio e Longo Prazo médio em 5 anos</i>	$End.MLP_5 = \frac{\sum_{i=1}^5 End.MLP_i}{5}$	Saito e Hiramoto (2010); Joliet e Muller (2013); Sing e Nejadmalayeri (2004).
<i>Autonomia Financeira</i>	$AF_i = \left(\frac{Capital\ Próprio_i}{Ativo_i} \right) \times 100$	Sing e Nejadmalayeri (2004); Neves (2006).
<i>Autonomia Financeira média em 5 anos</i>	$AF_5 = \frac{\sum_{i=1}^5 AF_i}{5}$	Sing e Nejadmalayeri (2004); Neves (2006).

Nota: i - corresponde ao ano em análise. **Fonte:** Elaboração própria.

Os valores dos diversos indicadores de endividamento para as respetivas empresas do GL são apresentados de seguida na Tabela 12.

O rácio de endividamento total avalia a intensidade das relações de dependência financeira com terceiros ao longo do período em análise (Neves, 2006) Este indicador relaciona a rubrica passivo total, que resulta do somatório dos valores das provisões para riscos e encargos, das dívidas a terceiros de médio e longo prazo e das dívidas a terceiros de curto prazo, com o ativo total que incorpora as rubricas imobilizado, existências, dívidas a terceiros e disponibilidades (Brandão, 2003). Quanto mais elevado for o valor do rácio maior é o peso de capitais alheios na estrutura de capital da empresa, ou seja, maior é a percentagem do ativo que está a ser financiada por fontes externas. O GL de 2008 a 2012 não evidencia grandes oscilações nos resultados apresentados pelo rácio, sendo que de facto as diferenças que se fizeram sentir foram apenas de poucos pontos percentuais. Em 2008 o GL revelou que a sua totalidade de ativos estava a ser financiada em cerca de 69% por capitais alheios. Esta estrutura de financiamento manteve-se praticamente a mesma nos anos que se seguiram, sendo que em 2012 registou-se exatamente o mesmo valor que no ano inicial.

A Campo Vivo, LDA e a Campo Aberto, LDA, duas empresas com o CAE Primário Rev. 3: 01470 – Avicultura, foram aquelas que no período maior endividamento apresentaram, evidenciando um endividamento total médio de cerca de 90% e 80% respetivamente. Em detrimento a Belperu, S.A., também sociedade de avicultura, apesar de ainda elevada, a taxa de endividamento total por esta apresentada foi a mais baixa do grupo, com cerca de 48%. As duas empresas que mais se destacam pela sua importância na evolução do volume de vendas do grupo, apresentam elevados rácios de endividamento, pois a Lusiaves, S.A., dedicada especialmente ao abate de aves (CAE:10120), e a Racentro, S.A. fábrica de alimentos para animais de criação (CAE:10912), evidenciaram aproximadamente 70% e 75% de endividamento médio dos cinco anos, respetivamente, sem oscilações significativas no período.

Tabela 12: Evolução dos Indicadores de Endividamento do Grupo Lusiaves: 2008-2012 (%)

	Endividamento Total						Endividamento de Curto Prazo						Endividamento de Médio e Longo Prazo						Autonomia Financeira					
	2008	2009	2010	2011	2012	End.Total ₅	2008	2009	2010	2011	2012	End.CP ₅	2008	2009	2010	2011	2012	End.MLP ₅	2008	2009	2010	2011	2012	AF ₅
Campoaves, S.A.	76,0	87,0	63,0	67,0	64,0	72,0	20,0	29,0	28,0	33,0	27,0	28,0	57,0	58,0	34,0	34,0	37,0	44,0	24,0	13,0	37,0	33,0	36,0	28,0
Inogen, LDA.	79,0	76,0	75,0	68,0	66,0	73,0	76,0	70,0	73,0	66,0	65,0	70,0	3,0	6,0	3,0	3,0	1,0	3,0	21,0	24,0	25,0	32,0	34,0	27,0
Lusiaves, S.A.	67,0	69,0	69,0	72,0	72,0	70,0	33,0	34,0	41,0	55,0	50,0	43,0	34,0	35,0	28,0	17,0	22,0	27,0	33,0	31,0	31,0	28,0	28,0	30,0
Meigal, S.A.	86,0	79,0	75,0	70,0	57,0	73,0	61,0	45,0	30,0	31,0	29,0	39,0	25,0	33,0	45,0	38,0	28,0	34,0	14,0	21,0	25,0	30,0	43,0	27,0
Perugel, S.A.	52,0	56,0	65,0	67,0	74,0	63,0	40,0	43,0	54,0	54,0	71,0	52,0	12,0	12,0	12,0	13,0	3,0	10,0	48,0	44,0	35,0	33,0	26,0	37,0
Triperu, S.A.	74,0	74,0	65,0	65,0	73,0	70,0	49,0	41,0	43,0	39,0	50,0	44,0	25,0	33,0	23,0	25,0	23,0	26,0	26,0	26,0	35,0	35,0	27,0	30,0
Grupo Exportadoras	69,0	72,0	68,0	70,0	70,0	70,0	34,0	35,0	39,0	49,0	46,0	41,0	35,0	38,0	29,0	21,0	24,0	29,0	31,0	28,0	32,0	30,0	30,0	30,0
Belperu, S.A.	51,0	45,0	53,0	48,0	43,0	48,0	28,0	31,0	24,0	25,0	24,0	26,0	23,0	14,0	29,0	23,0	20,0	22,0	49,0	55,0	47,0	52,0	57,0	52,0
Campo Aberto, LDA.	95,0	94,0	76,0	73,0	66,0	81,0	29,0	24,0	15,0	27,0	17,0	22,0	66,0	70,0	60,0	47,0	49,0	58,0	5,0	6,0	24,0	27,0	34,0	19,0
Campo Vivo, LDA.	98,0	97,0	83,0	83,0	86,0	89,0	22,0	20,0	15,0	30,0	53,0	28,0	76,0	77,0	67,0	53,0	34,0	61,0	2,0	3,0	17,0	17,0	14,0	11,0
Granja Avícola, LDA.	63,0	73,0	49,0	60,0	50,0	59,0	63,0	73,0	22,0	14,0	21,0	39,0	-	-	27,0	46,0	29,0	20,0	37,0	27,0	51,0	40,0	50,0	28,0
HS & F, S.A.	55,0	60,0	55,0	50,0	42,0	52,0	55,0	60,0	18,0	16,0	27,0	35,0	-	-	38,0	35,0	15,0	17,0	45,0	40,0	45,0	50,0	58,0	31,0
Racentro, S.A.	75,0	73,0	76,0	75,0	74,0	75,0	54,0	54,0	59,0	51,0	57,0	55,0	20,0	20,0	17,0	24,0	17,0	20,0	25,0	27,0	24,0	25,0	26,0	25,0
Grupo Não Exportadoras	69,0	69,0	68,0	67,0	63,0	67,0	53,0	54,0	43,0	39,0	46,0	47,0	16,0	15,0	25,0	28,0	17,0	20,0	31,0	31,0	32,0	33,0	37,0	33,0
GL	69,0	72,0	68,0	70,0	69,0	69,0	37,0	37,0	40,0	47,0	46,0	41,0	32,0	34,0	28,0	22,0	23,0	28,0	31,0	28,0	32,0	30,0	31,0	31,0

Legenda: GL – Grupo Lusiaves; End.Total₅ - Endividamento Total médio em 5 anos; End.CP₅ - Endividamento de Curto Prazo médio em 5 anos; End.MLP₅ - Endividamento de Médio e Longo Prazo médio em 5 anos; AF₅ - Autonomia Financeira média em 5 anos. **Fonte:** Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI.

Relativamente aos dois grupos de empresas, Grupo Exportadoras e Grupo Não Exportadoras, efetivamente não existem diferenças significativas a considerar, uma vez que respetivamente apresentaram em média 70% e 67% do seu ativo financiado por capitais alheios. Portanto, tanto as empresas com atividade exportadora como as direcionadas apenas para o mercado nacional apresentaram no período de 2008 a 2012 um rácio de endividamento total bastante elevado.

Sabendo o grau de endividamento do GL, revela-se proeminente saber a composição da dívida em termos de prazos de liquidação. Desta forma ao relacionar as dívidas a terceiros no curto e médio e longo prazo com o ativo total da empresa pretende-se retirar conclusões quanto à percentagem de ativos que é financiada por passivo de curto e passivo de médio e longo prazo (Saito e Hiramoto, 2010).

O GL financia 41% dos seus ativos com capital de curto prazo, ou seja, através de valores que em menos de um ano da data do balanço serão liquidados (Brandão, 2003). Os restantes 28% referem-se a dívida de médio e longo prazo, aquela cuja liquidação se procederá depois de um ano da data do balanço (Brandão, 2003). A Inogen, LDA, empresa de comércio de produtos farmacêuticos foi a que enunciou um valor mais elevado de dívida de curto prazo, de 70%, contrastando com a Campo Aberto, LDA. com 22%. Revertem-se as conclusões quando à dívida de médio e longo prazo.

O Grupo Exportadoras teve um nível de endividamento de 41% composto por dívida de curto prazo e 29% por de médio e longo prazo. Sem grandes diferenças o Grupo Não Exportadoras apresentou um rácio da dívida composto por 47% de passivo de curto prazo e 20% de passivo de médio e longo prazo.

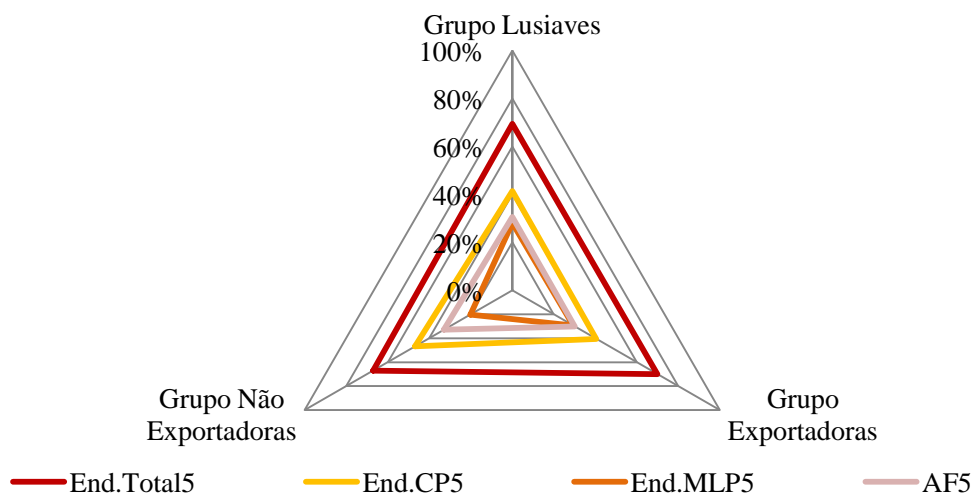
O indicador de autonomia financeira é um indicador de solidez da estrutura financeira da empresa. A autonomia da empresa é medida pela capacidade de financiamento dos ativos por capitais próprios (Neves, 2006). Quanto maior a proporção de capitais próprios face aos ativos maior é a autonomia face a terceiros, resultando em menos encargos financeiros e assim em maior rendibilidade. O inverso se passa quando o valor do indicador é reduzido o que significa que existe uma forte dependência face a credores alheios, revelando-se desvantajoso na negociação de novos investimentos junto das entidades bancárias. Dada a percentagem de endividamento vista anteriormente, o que seria de esperar e o que de facto se verifica é um valor reduzido do rácio de autonomia financeira.

O GL vê os seus ativos a serem financiados em 31% por capitais próprios. Em concordância com a ligeira tendência crescente do indicador para o GL, o Grupo Não Exportadoras revela uma taxa de 33%, 3 p.p. mais elevada que o Grupo Exportadoras. As empresas com maior autonomia financeira são a Belperu, S.A. que de facto apresentou a menor taxa de endividamento como referido anteriormente e a Perugel, S.A.

4.2.3.1 Conclusão

O GL apresenta uma taxa bastante elevada de endividamento ao longo dos cinco anos, mais de metade do seu ativo é financiado por capital alheio, sendo que o grupo no seu global recorre mais a fontes de dívida de curto prazo, em detrimento, às de médio e longo prazo. Esta observação reflete, em grosso modo, que as empresas do grupo têm preferência por concretizar dívidas de prazo curto de liquidação. As duas empresas dedicadas ao CAE Primário Rev. 3: 01470 – Avicultura, foram aquelas que maior nível de endividamento registaram, sendo que também foram as que maior preferência apresentaram por dívida de médio e longo prazo. Considerando o argumento de determinados analistas (Neves, 2006) em encarar a meta ideal para a autonomia financeira de uma empresa os 33,33%, ou seja, que um terço do ativo total seja financiado por capitais próprios, podemos afirmar que o GL encontra-se numa situação desfavorável dado em média o indicador registar o valor de 31%. De facto, o indicador de autonomia financeira é encarado como uma medida do risco global de uma empresa, e, sendo o rácio de 31%, significa que o passivo representa mais do dobro do financiamento do ativo na estrutura de capital, indicando falta de solidez financeira no seio do GL pelos riscos que advêm de se recorrer a endividamento externo mais fortemente. Todavia, em média ronda o valor indicativo. O CAE Primário Rev.3: 01470 – Avicultura, pertencente às empresas do GL com maior e menor autonomia financeira, ambas empresas puramente domésticas.

Gráfico 4: Resultados Médios dos Indicadores de Endividamento do Grupo Lusiaves: 2008-2012 (%)



Legenda: End.Total₅ - Endividamento Total médio em 5 anos; End.CP₅ - Endividamento de Curto Prazo médio em 5 anos; End.MLP₅ - Endividamento de Médio e Longo Prazo médio em 5 anos; AF₅ - Autonomia Financeira média em 5 anos. **Fonte:** Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI.

Graficamente é perceptível que não existe grande diferenciação quanto ao grau de endividamento e opções de prazo de liquidação da dívida entre o Grupo Exportadoras e o Grupo Não Exportadoras. Contudo apesar da diferença mínima, o Grupo Exportadoras é superior em 3p.p. no seu nível de endividamento total, assim como, apesar de ambos os grupos mostrarem preferência por passivo de curto prazo, o Grupo Exportadoras evidenciar 9 p.p. a mais no seu endividamento de médio e longo prazo (Gráfico 4 e Tabela 4).

Capítulo 5 – Análise Empírica

Posteriormente ao estudo da relação entre grau de internacionalização, rendibilidade e endividamento tendo por base as empresas do GL, este capítulo pretende, através de um estudo econométrico para empresas portuguesas de quatro CAE's distintos, estudar o impacto do grau de internacionalização sobre a estrutura de capital das empresas. Nesta secção é apresentado o efeito que a atividade internacional, via exportações, exerce sobre o nível e composição do rácio da dívida, relativamente aos prazos de liquidação da mesma. Evidencia-se a metodologia, o modelo adotado na resolução da problemática e os resultados obtidos.

5.1 Metodologia e Seleção da Amostra

Inúmeros estudos anteriores consideram na sua análise como medida do fator de internacionalização, uma agregação entre o investimento direto estrangeiro, nomeadamente a existência de subsidiárias em mercados estrangeiros, e o nível de exportações (Chen e Yu, 2011). De facto, pouca literatura procede unicamente à mensuração do efeito da atividade exportadora das empresas sobre a estrutura de capital das mesmas. Esta investigação, com o contributo de outros determinantes do acesso ao financiamento externo abordados na literatura, discute o efeito esperado do fator internacionalização, via exportações, sobre a estrutura de capital das empresas.

Os dados da amostra são fornecidos pela base de dados SABI de Bureau Van Dijk. A SABI colige de informação financeira e contabilística sobre cerca de 2.000.000 empresas espanholas e 500.000 empresas portuguesas para o período de 2002 a 2012 (a 6 de setembro de 2014). As variáveis recolhidas para o período da amostra, 2008 a 2012, submetem-se a dois sistemas de prática contabilística, POC que vigorou nas empresas portuguesas até ao ano de 2009 e, posterior entrada em vigor do SNC, como mencionado anteriormente. Neste sentido, as limitações que poderiam surgir pela não uniformidade no cálculo das rubricas, foram na sua maioria suprimidas pela secção de rubricas atualizadas para os diferentes períodos que a base de dados fornece.

Inicialmente, procedeu-se à extração dos dados de 1.552 empresas da SABI, relativas a quatro CAE's, para o período de 2008-2012. Os quatro CAE's selecionados, correspondem aos das empresas do GL que maior representatividade detêm sobre o seu

volume de vendas total do período 2008-2012 (Tabela 13). Após, os filtros aplicados na amostra, designadamente, i) consideração de empresas que unicamente apresentem valores de vendas e prestações de serviços para todos os anos em análise e, nomeadamente, ii) empresas com valores de exportações para quatro e/ou cinco anos, resulta uma amostra de 499 empresas. Contudo, com a adequação do modelo em análise às propriedades que o definem, resulta a amostra final de 200 empresas. Desta forma, são consideradas empresas exportadoras, todas aquelas que apresentem quatro ou cinco anos de vendas internacionais para o período de 2008 a 2012, e empresas domésticas, aquelas que unicamente registem vendas nacionais para todos os anos em análise.

A repartição das 200 empresas portuguesas da amostra é apresentada na Tabela 14. A amostra é constituída por empresas de quatro CAE's classificados segundo a revisão 3 (INE, 2007). Designadamente, CAE 01470 – Avicultura, CAE 10120 – Abate de aves (produção de carne); CAE 10912 – Fabricação de alimentos para animais de criação (exceto para aquicultura); e CAE 46320 – Comércio por grosso de carne e produtos à base de carne. Relativamente ao número de empresas que os compõem, existem dois CAE's que constituem 84% da amostra total, o CAE 01470 – Avicultura (27%) e o CAE 46320 – Comércio por grosso de carnes e produtos à base de carne (56%). Na Tabela 14 ainda é possível observar a repartição dos respetivos CAE's quanto à classificação como empresas exportadoras e domésticas.

Tabela 13: Representatividade dos CAE's no Volume de Vendas Total do Grupo Lusiaves

CAE - Rev.3	DESIGNAÇÃO	EMPRESAS	PESO (%)
10120	Abate de Aves (produção de Carne).	Lusiaves – Indústria e Comércio Agro-Alimentar, S.A.	36,90
		Campoaves – Aves do Campo, S.A.	7,55
		Triperu – Sociedade de Produção e Comercialização de Aves, S.A.	6,56
		Hilário Santos e Filhos, S.A.	6,06
		Perugel – Sociedade Comercial de Carnes, S.A.	4,73
		TOTAL	61,80
10912	Fabricação de alimentos para animais de criação (exceto para aquicultura).	Racento – Fábrica de Rações do Centro, S.A.	2,83
		TNA – Tecnologia e Nutrição Animal, S.A.	22,74
		TOTAL	25,57
46320	Comércio por grosso de carne e produtos à base de carne	Meigal – Alimentação S.A.	3,48
		Rodricarnes – Comércio de Carnes, S.A.	0,21
		TOTAL	3,68
01470	Avicultura	Hiperfrango – Produção Avícola, Lda.	1,27
		Multilafões – Aviário de Multiplicação de Lafões, S.A.	1,61
		Granja Avícola São Pelágio, Lda.	0,38
		Campo Vivo – Sociedade de Avicultura, Lda.	0,05
		Belperu – Sociedade Avícola, S.A.	0,03
		Campo Aberto – Sociedade de Avicultura, Lda.	0,04
		TOTAL	3,37
49410	Transportes rodoviários de mercadorias.	Lusifrota – Transportes, S.A.	2,30
47220	Comércio a retalho de carne e produtos à base de carne, em estabelecimentos especializados.	Hiperfrango – Comércio e Distribuição de Carnes e Aves, S.A.	2,20
46460	Comércio por grosso de produtos farmacêuticos.	Inogen – Inovação e Soluções Veterinárias, Lda.	1,07

Legenda: CAE - Rev.3 – Código de Atividade Económica – Revisão 3. **Fonte:** Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI.

Tabela 14: Empresas por CAE's

CAE - Rev.3	Nº de empresas Total (Exportadoras; Não Exportadoras)	Percentagem
01470 – Avicultura	54 (4; 50)	27% (2%; 25%)
10120 – Abate de aves (produção de carne)	7 (4; 3)	3,5% (2%; 1,5%)
10912 – Fabricação de alimentos para animais de criação (exceto para aquicultura)	27 (10; 17)	13,5% (5%; 8,5%)
46320 – Comércio por grosso de carne e produtos à base de carne	112 (35; 77)	56% (17,5%; 38,5%)
TOTAL	200 (53; 147)	100% (26,5%; 73,5%)

Legenda: CAE - Rev.3 – Código de Atividade Económica – Revisão 3. **Fonte:** Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI.

5.2 Modelo Estimado

Realiza-se uma análise de regressão linear múltipla, onde se observa o efeito que inúmeros fatores exercem sobre a variável dependente (Woldridge, 2006). A estimação dos modelos (I), (II) e (III) é realizada utilizando a técnica de estimação dos coeficientes da regressão - MQO. Os modelos que se seguem analisam a relação dos determinantes específicos à empresa e a sua estrutura de capital:

$$\begin{aligned} \text{(I) End.Total} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ Dimensão} + \beta_2 \text{ GI} + \beta_3 \text{ Rendibilidade} + \\ & + \beta_4 \text{ OpCrescimento} + \beta_5 \text{ Volatilidade} + \beta_6 \text{ CAE10120_Dummy} \\ & + \beta_7 \text{ CAE10912_Dummy} + \beta_8 \text{ CAE46320_Dummy} + \mu \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{(II) End.CP} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ Dimensão} + \beta_2 \text{ GI} + \beta_3 \text{ Rendibilidade} + \\ & + \beta_4 \text{ OpCrescimento} + \beta_5 \text{ Volatilidade} + \beta_6 \text{ CAE10120_Dummy} \\ & + \beta_7 \text{ CAE10912_Dummy} + \beta_8 \text{ CAE46320_Dummy} + \mu \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{(III) End.MLP} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ Dimensão} + \beta_2 \text{ GI} + \beta_3 \text{ Rendibilidade} + \\ & + \beta_4 \text{ OpCrescimento} + \beta_5 \text{ Volatilidade} + \beta_6 \text{ CAE10120_Dummy} \\ & + \beta_7 \text{ CAE10912_Dummy} + \beta_8 \text{ CAE46320_Dummy} + \mu \end{aligned}$$

onde, β_0 é a constante, β_1 o parâmetro associado à dimensão, β_2 o parâmetro associado ao grau de internacionalização, β_3 o parâmetro associado ao indicador de rendibilidade com a possibilidade de ser mensurado sob a forma de MRAJI, ROA ou RCP, β_4 o parâmetro associado às oportunidades de crescimento, β_5 o parâmetro associado ao risco inerente à volatilidade dos resultados, β_6 , β_7 e β_8 correspondem aos parâmetros das variáveis *dummy* associadas aos três CAE's em análise e a variável μ é o termo do erro.

Salienta-se que, dado a variável rendibilidade associada ao parâmetro β_3 apresentar três alternativas de cálculo para a mesma, foram estimados nove modelos na sua totalidade, considerando para cada um dos três modelos enunciados acima os diferenciados indicadores de rendibilidade – MRAJI, ROA e RCP.

Os modelos (I), (II) e (III) são tratados através de uma análise cross-section para o período 2008-2012. Em linha com literatura anterior, os valores utilizados para as *proxies* em estudo são calculados como médias dos 5 anos em análise (Burgman, 1996; Chkir e Cosset, 2001). A literatura mais recente (Singh e Nejadmalayeri, 2004; Saito e Hiramoto, 2010), trata os dados com uma análise em *cross sectional time series*, porém, devido à falta de dados suficientes para prosseguirmos com a mesma metodologia de análise, disponibilizados pela base de dados SABI, adotou-se a metodologia referenciada em estudos mais antigos, tais como, Burgman (1996) e Chkir e Cosset (2001). Os modelos apresentados têm em consideração as teorias *trade-off* e de agência, incorporando as variáveis volatilidade e oportunidades de crescimento, utilizadas como *proxies* para os custos de falência e custos de agência, respetivamente.

5.3 Especificação das Variáveis e Estatística Descritiva

5.3.1 Variáveis Dependentes

Uma significativa parte da literatura anterior (Burgman, 1996; Chen et al., 1997; Chkir e Cosset, 2001; Singh e Nejadmalayeri, 2004; Joliet e Muller, 2013; Saito e Hiramoto, 2010; Mansi e Reeb, 2002; Mishra e Tannous, 2010) considera o rácio da dívida como uma *proxy* da estrutura de capital de uma empresa. Nesta investigação, de acordo, com esses estudos emprega-se o rácio da dívida como indicador de medida da estrutura de capital. Assim, as variáveis dependentes objeto de investigação no modelos (I), (II) e (III), mencionados acima são i) Endividamento Total (End.Total), ii) Endividamento de Curto Prazo (End.CP) e iii) Endividamento de Médio e Longo Prazo (End.MLP). Na Tabela 15, mostram-se as variáveis dependentes em estudo revelando o seu critério de mensuração e autores que realizaram estudos sobre as mesmas.

Tabela 15: Variáveis Dependentes em Estudo

	Nomenclatura	Fórmula	Autor (es)
Endividamento Total	End.Total	Rácio entre o passivo total e o ativo total.	Singh e Nejadmalayeri (2004); Reeb et al. (2001); Joliet e Muller (2013); Saito e Hiramoto (2010); Mansi e Reeb (2002).
Endividamento de Curto Prazo	End.CP	Rácio entre o passivo de curto prazo e o ativo total.	Singh e Nejadmalayeri (2004); Saito e Hiramoto (2010).
Endividamento de Médio e Longo Prazo	End.MLP	Rácio entre o passivo de médio e longo prazo e o ativo total.	Singh e Nejadmalayeri (2004); Joliet e Muller (2013); Saito e Hiramoto (2010); Mishra e Tannous (2010).

Fonte: Elaboração própria.

5.3.2 Variáveis Independentes

A presente investigação ambiciona estudar a significância e o sinal da relação entre as variáveis que influenciam a estrutura de capital de uma empresa. Designadamente: i) dimensão da empresa, ii) grau de internacionalização, iii) quadrado do grau de internacionalização, iv) rendibilidade, v) oportunidades de crescimento, vi) volatilidade, e vii) CAE a que a empresa pertence. A Tabela 16 apresenta os determinantes testados, respetiva mensuração e os efeitos esperados de acordo com literatura diversa.

Tabela 16: Variáveis Independentes em Estudo

	Nomenclatura	Fórmula	Efeito			Autor (es)
			a)	b)	c)	
Dimensão	Dimensão	Logaritmo das vendas totais.	+	+	+	Singh e Nejadmalayery (2004); Saito e Hiramoto (2010); Mishra e Tannous (2010).
Grau de Internacionalização	GI	Rácio entre vendas internacionais e vendas totais.	+	+	+	Singh e Nejadmalayery (2004); Saito e Hiramoto (2010); Mansi e Reeb (2002); Chen e Yu (2011).
Grau de Internacionalização²	GI ²	Quadrado do GI para o controlo de não linearidades.	-	-	-	Saito e Hiramoto (2010); Singh e Nejadmalayery (2004); Mansi e Reeb (2002).
Rendibilidade	MRAJI	Rácio entre o RAJI e as vendas totais;			+	Mishra e Tannous (2010);
	ROA	Rácio entre resultados correntes e o ativo total;			-	Chen et al. (1997);
	RCP	Rácio médio entre resultado líquido e capital próprio.	-	-	-	Singh e Nejadmalayery (2004).
Oportunidades de Crescimento	OpCrescimento	Cálculo da taxa de crescimento das vendas média dos 5 anos.	-	-	-	Singh e Nejadmalayery (2004);
Volatilidade	Volatilidade	Desvio padrão do RAJI ajustado pela média do RAJI dos 5 anos.			+	Burgman (1996); Chen e Yu (2011).
Sector de Atividade	CAE10120_Dummy CAE20912_Dummy CAE46320_Dummy	Variável binária para cada sector de atividade.	(*)			Singh e Nejadmalayery (2004); Reeb et al. (2001); Joliet e Muller (2013); Saito e Hiramoto (2010).

Notas: ^{a)} End.Total ^{b)} End.CP; ^{c)} End.PMLP; (*) Setores de atividade diferenciados. **Fonte:** Elaboração própria.

5.3.3 Estatística Descritiva

A Tabela 17 que se segue, espelha a amostra estatística das variáveis em estudo, nomeadamente, a média, a mediana e o desvio padrão para as 200 empresas, no período de 2008 a 2012. Todas as variáveis exceto a variável dimensão são apresentadas em pontos percentuais.

A Tabela 17 sugere, em conformidade com o estudo realizado por Singh e Nejadmalayeri (2004) para as empresas francesas, um maior endividamento total por parte das empresas não exportadoras, dado a média do endividamento total corresponder a 60,66% e a 59,72% por parte das exportadoras, contudo, a diferença é pouco significativa. Quanto à composição da estrutura de capital, por prazos de liquidação da dívida, as empresas não exportadoras, identicamente, apresentam um maior endividamento de médio e longo prazo. Porém, no que diz respeito ao endividamento de curto prazo, são as empresas exportadoras as que apresentam em média os valores mais elevados, onde, 49,42% dos seus ativos são financiados por dívida de curto prazo.

Tabela 17: Estatística Descritiva da Amostra

	Total de Empresas			Não Exportadoras			Exportadoras		
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão
End.Total	60,42	66,10	23,49	60,66	66,08	23,59	59,72	69,68	23,42
End.CP	47,96	46,06	22,19	47,44	46,67	21,55	49,42	42,83	24,03
End.MLP	17,29	12,63	17,70	17,54	13,37	18,09	16,61	9,42	16,71
Dimensão	13,82	13,47	1,95	13,38	13,23	1,65	15,06	15,27	2,18
GI	36,85	9,30	44,20	0,00	0,00	0,00	36,85	9,30	44,20
ROA	3,88	3,00	6,81	4,11	3,13	7,44	3,22	2,92	4,65
MRAJI	3,26	2,31	10,13	3,54	2,74	11,72	2,46	1,48	2,45
RCP	7,65	8,26	19,64	8,01	8,32	18,16	6,64	8,21	23,43
OpCrescimento	2,61	0,27	15,40	0,66	-0,39	13,56	8,02	2,73	18,74
Volatilidade	49,19	54,13	37,64	45,20	50,56	41,29	60,25	61,35	21,56
Nº Observações	200	200	200	147	147	147	53	53	53

Legenda: End.Total - Endividamento Total; End.CP - Endividamento de Curto Prazo; End.MLP - Endividamento de Médio e Longo Prazo; GI – Grau de Internacionalização; ROA – Rendibilidade dos Ativos; MRAJI - Margem de Resultados Antes de Juros e Impostos; RCP – Rendibilidade dos Capitais Próprios; OpCrescimento – Oportunidades de Crescimento. **Fonte:** Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI.

Os resultados mostram, também, que as empresas sem atividade exportadora apresentam maiores médias de rentabilidade. A amostra de empresas exportadoras aparece com maiores oportunidades de crescimento e um maior risco operacional dado a maior volatilidade de resultados. As maiores oportunidades de crescimento que caracterizam as empresas exportadoras criam maiores problemas de agência e assim se justifica o menor endividamento por parte destas (Chen e Yu, 2011).

Os fatores que poderão justificar a maior volatilidade de resultados e o menor endividamento total, por parte das empresas com atividade internacional, são a presença de assimetrias de informação em maior escala (Burgman, 1996), a maior dificuldade de monitorização da atividade (Lee e Kwok, 1988) e/ou as taxas de juro mais elevadas oferecidas (Singh e Nejadmalayeri, 2004). Observa-se que as empresas de maior dimensão (exportadoras) apresentam um menor rácio de endividamento total, resultado este em conformidade com a teoria de agência, onde empresas de maior dimensão tendem a apresentar maiores custos de agência e assim menor dívida. Sumariamente, é observável que em termos de estrutura de capital as diferenças entre empresas exportadoras e não exportadoras são pouco significativas, contrariamente, a algumas diferenças apresentadas por características específicas às empresas que se mostram expressivas, conclusões também sugeridas por Singh e Nejadmalayeri (2004).

5.4 Discussão de Resultados

Após, o apuramento dos resultados através da estimação dos modelos com o auxílio do Software Eviews - Econometric Views, selecionaram-se os três modelos que dentro dos nove melhor explicam a variável de interesse: Grau de Internacionalização. Tomando em consideração os resultados gerados pela variável rentabilidade mensurada pelos três indicadores de rentabilidade calculados, selecionaram-se os modelos que incorporam o indicador ROA, como o que maior significância atribui à variável GI, e, melhor medida de grau de ajuste (R^2) ostenta. A Tabela 18 evidencia os resultados das regressões lineares múltiplas correspondentes aos modelos (I), (II) e (III).

Os resultados da estimação da regressão mostram que o grau de internacionalização, mensurado pelo rácio entre vendas estrangeiras sobre vendas totais, tem um impacto negativo significativo, ao nível de significância de 1%, sobre o nível de endividamento total e de curto prazo. A não significância da variável, grau de internacionalização, sobre o rácio de endividamento de médio longo prazo poderá dever-se à existência de não linearidade, isto é,

ao facto do efeito do grau de internacionalização sobre o endividamento não ser linear (Singh e Nejadmalayeri, 2004). Consistente com literatura anterior, nomeadamente, Lee e Kwok (1988), Burgman (1996), Chen et al. (1997) e Chen e Yu (2011) o grau de internacionalização assume-se negativamente relacionado com o grau de endividamento. A variável dimensão, medida pelo logaritmo das vendas, tem um impacto positivo e significativo sobre o endividamento total e de curto prazo.

Tabela 18: Relação entre Endividamento e Grau de Internacionalização

	End.Total	End.CP	End.MLP
Constante	16,1957 (0,14)	-3,5938 (0,74)	38,4084 (0,00)*
Dimensão	3,2898 (0,00)*	3,5554 (0,00)*	-1,3381 (0,07)***
GI	-0,2939 (0,00)*	-0,2057 (0,00)*	-0,0485 (0,31)
ROA	-1,4662 (0,00)*	-1,1082 (0,00)*	-0,5356 (0,00)*
OpCrescimento	0,2396 (0,01)*	0,0947 (0,31)	0,3082 (0,00)*
Volatilidade	0,0802 (0,05)**	0,0781 (0,06)***	0,0429 (0,23)
CAE10120_DUMMY	-7,0133 (0,41)	-15,7121 (0,06)***	5,5580 (0,44)
CAE10912_DUMMY	0,2471 (0,96)	-3,2054 (0,54)	0,6259 (0,89)
CAE46320_DUMMY	5,2214 (0,13)	9,9839 (0,00)*	-5,8057 (0,05)**
Número de observações	200	200	200
R ²	0,3424	0,2909	0,1424
Teste F	12,43	9,79	3,96
P-value	0,00	0,00	0,00
Estat. Durbin Watson	1,74	1,93	2,16

Observações: P-value encontra-se entre parenteses. *, **, *** indicam o nível de significância 1%, 5% e 10%, respetivamente. **Legenda:** End.Total - Endividamento Total; End.CP - Endividamento de Curto Prazo; End.MLP - Endividamento de Médio e Longo Prazo; GI – Grau de Internacionalização; ROA – Rendibilidade dos Ativos; OpCrescimento – Oportunidades de Crescimento. **Fonte:** Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI.

A teoria *trade-off* (Kraus e Litzenberger, 1973) e a teoria *pecking-order* (Myers e Majluf, 1984) fundamentam a relação positiva entre a dimensão e o endividamento de uma empresa, pelo facto, de que uma empresa de maior dimensão tem uma menor probabilidade de falência/assimetria de informação e assim recorre mais ao endividamento externo. Contrariamente, os resultados estimados, ao grau de significância de 10%, mostram que quanto maior for a dimensão de uma empresa menor será o seu endividamento de médio e longo prazo. Os fundamentos sugeridos pela teoria da agência (Jensen e Meckling, 1976) sugerem isso mesmo, onde uma empresa de maior dimensão apresenta um menor rácio da dívida devido aos maiores custos de agência.

A relação negativa estimada para a rentabilidade (ROA) e o nível de endividamento é explicada pela teoria *pecking-order* (Myers e Majluf, 1984), onde se sugere que uma empresa possui uma ordem de preferências quanto às suas fontes de financiamento, assumindo que uma empresa mais lucrativa tem uma maior disponibilidade de recursos internos e apresentará uma preferência inicial em recorrer ao financiamento através desses fundos. A variável ROA mostra-se significativa ao nível de significância a 1% para os níveis de endividamento total, de curto prazo e de médio e longo prazo. As oportunidades de crescimento estão positivamente relacionadas com o endividamento externo de uma empresa, de acordo com os modelos. A variável oportunidades de crescimento revela-se significativa ao nível de significância de 1% para os níveis de endividamento total e de médio e longo prazo. Assim, de acordo com a versão simples da teoria *pecking-order* (Myers, 1984) uma empresa com maiores oportunidades de crescimento terá um maior rácio de endividamento externo.

Já os coeficientes da variável volatilidade não suportam os argumentos teóricos, sugeridos pela teoria *trade-off*, onde se pondera uma relação negativa entre o risco operacional, medido pela volatilidade de resultados, e o endividamento, devido à ponderação do risco total¹³. Burgman (1996) estima, igualmente, uma relação positiva entre volatilidade e endividamento, não fornecendo argumentos justificativos.

A variável dummy correspondente ao CAE – 10120 Abate de aves (produção de carne) revela-se significativa ao nível de significância de 10% para o rácio de endividamento de curto prazo, onde o efeito negativo sobre o endividamento se traduz na redução do risco financeiro, analogamente ao risco operacional, por forma a controlar o risco total. De igual forma, a dummy CAE 46320 – Comércio por grosso de carne e produtos à base de carne, também assume um impacto significativo sobre as duas componentes do endividamento.

O coeficiente de determinação (R^2) é interpretado como a proporção da variação amostral na variável dependente explicada pela reta de regressão de MQO, que por definição, varia entre zero e um (Wooldridge, 2006). A variação amostral das variáveis dependentes dos modelos I, II e III – endividamento total, endividamento de curto prazo e endividamento de médio e longo prazo – são explicadas em cerca de 34,24%, 29,09%, 14,24% pelas variáveis dependentes, respetivamente. Apesar dos valores dos coeficientes de determinação dos modelos não serem tão elevados como desejado ($\geq 60\%$), os modelos apresentam o valor da estatística de teste F significativo, reforçando a significância dos modelos (Wooldridge, 2006).

¹³ O risco total resulta da ponderação entre risco operacional e risco financeiro (Chen e Yu, 2011).

A fim de garantir que a insignificância da variável independente, grau de internacionalização, perante a variável dependente endividamento de médio e longo prazo, não se deve à imposição de uma função linear numa relação não linear, é inserida nos modelos a variável quadrática do grau de internacionalização. Singh e Nejadmalayeri (2004) indicam como razões plausíveis para justificar a existência de não linearidade as que se seguem. Nos estágios iniciais da atividade de internacionalização as necessidades de financiamento apenas deverão poder ser suprimidas com dívida de curto prazo, dado que as empresas deverão encontrar maiores dificuldades em recorrer a dívida de médio e longo prazo junto dos credores devidos aos maiores conflitos de assimetria de informação. Uma vez que com o passar do tempo os credores se sentem mais seguros em ceder crédito a estas empresas, o rácio da dívida de médio e longo prazo deverá aumentar e deverá diminuir a sua dependência quanto à dívida de curto prazo. Desta forma resultaria uma relação positiva entre dívida de médio e longo prazo e grau de internacionalização. Contrariamente os resultados da estimação inicial mostram que a relação entre grau de internacionalização e os diversos rácios de endividamento é negativa.

Reescrevendo os modelos (I), (II) e (III), inserindo a variável quadrática do grau de internacionalização (GI^2) obtêm-se:

$$\begin{aligned} \text{(IV) End.Total} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ Dimensão} + \beta_2 GI + \beta_3 GI^2 + \beta_4 \text{ Rendibilidade} + \\ & + \beta_5 \text{ OpCrescimento} + \beta_6 \text{ Volatilidade} + \beta_7 \text{ CAE10120_Dummy} \\ & + \beta_8 \text{ CAE10912_Dummy} + \beta_9 \text{ CAE46320_Dummy} + \mu \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{(V) End.CP} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ Dimensão} + \beta_2 GI + \beta_3 GI^2 + \beta_4 \text{ Rendibilidade} + \\ & + \beta_5 \text{ OpCrescimento} + \beta_6 \text{ Volatilidade} + \beta_7 \text{ CAE10120_Dummy} \\ & + \beta_8 \text{ CAE10912_Dummy} + \beta_9 \text{ CAE46320_Dummy} + \mu \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{(VI) End.MLP} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ Dimensão} + \beta_2 GI + \beta_3 GI^2 + \beta_4 \text{ Rendibilidade} + \\ & + \beta_5 \text{ OpCrescimento} + \beta_6 \text{ Volatilidade} + \beta_7 \text{ CAE10120_Dummy} \\ & + \beta_8 \text{ CAE10912_Dummy} + \beta_9 \text{ CAE46320_Dummy} + \mu \end{aligned}$$

onde, β_0 é o intercepto, β_1 o parâmetro associado à dimensão, β_2 o parâmetro associado ao grau de internacionalização, β_3 o parâmetro associado ao termo quadrático do grau de internacionalização, β_4 o parâmetro associado ao indicador de rendibilidade dos ativos mensurado sob a forma de ROA, β_5 o parâmetro associado às oportunidades de crescimento,

β_6 o parâmetro associado ao risco inerente à volatilidade dos resultados, β_7 , β_8 e β_9 correspondem aos parâmetros das variáveis *dummy* associadas aos três CAE's em análise e a variável μ é o termo do erro.

A Tabela 19 apresenta os resultados da estimação dos modelos (IV), (V) e (VI).

Tabela 19: Relação entre Endividamento e Linearidade do Grau de Internacionalização

	End.Total	End.CP	End.MLP
Constante	17,0046 (0,14)	-5,3281 (0,64)	41,3481 (0,00)*
Dimensão	3,2181 (0,00)*	3,7091 (0,00)*	-1,5986 (0,04)**
GI	-0,1860 (0,67)	-0,4370 (0,30)	0,3436 (0,36)
GI ²	-0,0010 (0,80)	0,0023 (0,58)	-0,0039 (0,29)
ROA	-1,4648 (0,00)*	-1,1068 (0,00)*	-0,5379 (0,06)***
OpCrescimento	0,2404 (0,01)*	0,0931 (0,32)	0,3109 (0,00)*
Volatilidade	0,0802 (0,05)**	0,0779 (0,06)***	0,0433 (0,23)
CAE10120_DUMMY	-6,9478 (0,41)	-15,8524 (0,06)***	5,7959 (0,43)
CAE10912_DUMMY	0,3395 (0,94)	-3,4036 (0,51)	0,9617 (0,83)
CAE46320_DUMMY	5,3348 (0,13)	9,7408 (0,00)*	-5,3937 (0,07)***
Número de observações	200	200	200
R ²	0,3426	0,2921	0,1474
Teste F	11,00	8,71	3,65
P-value	0,00	0,00	0,00
Estat. Durbin Watson	1,73	1,93	2,15

Observações: P-value encontra-se entre parenteses. *, **, *** indicam o nível de significância 1%, 5% e 10%, respetivamente. **Legenda:** End.Total - Endividamento Total; End.CP - Endividamento de Curto Prazo; End.MLP - Endividamento de Médio e Longo Prazo; GI - Grau de Internacionalização; GI² - Função quadrática do grau de internacionalização; ROA - Rendibilidade dos Ativos; OpCrescimento - Oportunidades de Crescimento.

Fonte: Elaboração própria com recurso aos dados disponibilizados pela SABI.

A estimação dos modelos com a inclusão da variável GI², para controlo de possíveis não linearidades, resulta insignificante. A Tabela 19 indica que o grau de internacionalização não apresenta efeitos de não linearidade sobre os três rácios da dívida, dada a insignificância da variável GI². Ainda é possível visualizar a alteração da variável GI para não significativa para todos os níveis de endividamento. Os resultados apurados mostram-se contrários aos documentados por Saito e Hiramoto (2010) e Singh e Nejadmalayery (2004) que constataam a presença de efeitos de não linearidade do grau de internacionalização sobre o rácio de endividamento. Importa referir que as seguintes propriedades do modelo de regressão múltipla segundo o MQO são cumpridas, para validade das conclusões retiradas. Desta forma para todos os modelos estimados assume-se: aleatoriedade, independência e variância constante dos resíduos; e variáveis independentes não correlacionadas (Wooldridge, 2006). A

independência dos resíduos foi verificada através da estatística de Durbin-Watson, onde os valores apresentados por todas as estimações têm proximidade ao valor dois, confirmando a existência de autocorrelação nula entre os resíduos. A validação da homogeneidade das variâncias dos resíduos foi assegurada pela realização do teste de White (White, 1980), para todos os modelos ao nível de significância de 5%.

Capítulo 6 - Conclusão

Assiste-se a uma falta de consenso entre as teorias sobre a composição da estrutura de capital ótima. As teorias *trade-off*, agência e *pecking-order* fornecem, justificativos de determinadas decisões adotadas ou impostas às empresas sobre a sua estrutura de capital. Diferentes *proxies* podem ser utilizadas para determinar e interpretar o efeito na estrutura de capital destacado por cada teoria.

A análise que recaiu sobre a evolução das vendas e prestações de serviços, e os indicadores de rentabilidade e endividamento do Grupo Lusiaves (GL), teve como propósito averiguar o impacto do grau de internacionalização, via exportações, sobre estes componentes. Neste contexto colocaram-se duas questões: (1) Qual e como evoluiu o grau de internacionalização do GL? e (2) Qual a relação entre o grau de internacionalização e os níveis de rentabilidade e endividamento do GL?. Em resposta à primeira questão, no universo de dezoito empresas pertencentes ao GL, nove apresentam, pelo menos, um ano de atividade exportadora. A representatividade do volume de exportações, no aglomerado total de vendas do GL e no total de vendas do grupo de empresas exportadoras, apresentou uma tendência claramente crescente ao longo do anos, registando uma evolução de 3,41%, em 2008, para 5,32%, em 2012.

A investigação teórica permitiu concluir que os produtos exportados pelo GL têm como principais destinos: Angola, França, Espanha, Luxemburgo e Inglaterra – centrando-se a estratégia de internacionalização na conquista da liderança no mercado Ibérico avícola. No presente estudo sugerem-se alguns resultados ambíguos relativamente aos indicadores de rentabilidade, onde se evidencia uma maior rentabilidade, calculada pelo indicador MRAJI, por parte das empresas exportadoras, e, contrariamente, os valores médios da ROA e RCP mostram-se superiores para empresas não exportadoras. Pelo efeito dominante, conclui-se que as empresas não exportadoras do GL apresentam uma maior rentabilidade.

No que diz respeito aos indicadores de endividamento tratados, as empresas exportadoras apresentam um maior endividamento total. De igual forma, o Grupo Exportadoras e o Grupo Não exportadoras revelam uma maior preferência em contrair dívida de curto prazo. Contudo o Grupo Exportadoras recorre menos a dívida de curto prazo e a mais dívida de longo e médio prazo, quando comparado com o Grupo Não Exportadoras. Ainda, se sugere que as empresas não exportadoras do GL detêm uma maior autonomia financeira.

A análise empírica realizada permite retirar esclarecimentos, relativos a 200 empresas portuguesas de quatro CAE's distintos, dando resposta à questão: (1) Qual o efeito produzido pela atividade exportadora sobre o nível e composição do rácio de endividamento?

As conclusões retiradas pela estimação de uma regressão múltipla em *cross-section*, com recurso, também, a outros determinantes que condicionam a estrutura de capital das empresas, presentes na literatura já existente, - dimensão, rendibilidade, oportunidades de crescimento, volatilidade e setor de atividade - sugerem que o grau de internacionalização se encontra significativa e negativamente relacionado com o nível de endividamento total e de curto prazo das empresas. Porém, o determinante, grau de internacionalização, mostra-se não significativo e de efeito negativo sobre o endividamento de médio e longo prazo. Após, o estudo da não linearidade da variável este resultado mantém-se. Com a inclusão das variáveis explicativas, volatilidade e oportunidades de crescimento os modelos estimados têm presentes as teorias *trade-off* e de agência, respetivamente.

Confrontando os resultados obtidos pela análise descritiva ao GL e o estudo empírico realizado, verifica-se que não são coincidentes as conclusões retiradas, uma vez que, o grupo de empresas exportadoras do GL apresenta um maior endividamento total e, o modelo estimado, sugere que as empresas exportadoras detêm um menor endividamento total. Embora, as conclusões sejam concordantes, quanto ao menor endividamento de curto prazo contraído pelas empresas exportadoras, em detrimento das empresas cujas vendas têm apenas como destino o mercado nacional.

A presente dissertação oferece um poder explicativo adicional aos determinantes, já identificados pela literatura, investigando o efeito da atividade internacional sobre os rácios de endividamento. Uma recomendação para uma investigação futura seria, a incorporação no estudo dos efeitos diretos da internacionalização sobre a estrutura de capital, como o risco político e cambial incorrido pelas empresas (exemplo de literatura: Lee e Kwok, 1988; Burgman, 1996). Importa ainda referir que a parte econométrica da análise presente neste estudo encontrava-se limitada ao número de empresas disponíveis para análise na base de dados utilizada. Por este facto, recomenda-se a inclusão de mais empresas na análise por forma a verificar se os resultados se alterariam para o conjunto de setores incluídos no GL. Todavia, a opção presente justifica-se pelo maior peso dos CAE's no total do GL aqui analisados.

Referências

- Alegria, J. & Reis, R.R. (2012). Queremos liderar o mercado na Península Ibérica. *País Económico*, 44-47.
- Aliber, R.Z. (1984). International Banking: a survey. *Journal of Money Credit and Banking*, 16, 661–684.
- Aggarwal, R. & Kyaw, N.A. (2010). Capital Structure, Dividend Policy, and Multinationality: Theory versus empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 19 (2), 140–150.
- Antão, P. & Bonfim, D. (2008). Decisões das Empresas Portuguesas sobre a Estrutura de Capital. *Banco de Portugal: Relatório de Estabilidade Financeira*, 187-206.
- Booth, L., Aivazian, V., Dermiguc-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2001). Capital Structure in developing countries. *Journal of Finance*, 56, 87–130.
- Brandão, E. (2003). *Finanças*. (3ª edição). Porto Editora.
- Burgman, T. (1996). An Empirical Examination of Multinational Capital Structure. *Journal of International Business Studies*, 27, 553-570.
- Cardoso, M. & Silva, R.D. (2011). Do Grão ao frango no churrasco. *Expresso*, 15.
- Chang, C. (1992). Capital Structure as an optimal contracts between employees and investors. *Journal of Finance*, 47 (3), 1141–1158.
- Chen, C.J., Cheng, C.S.A., He, J. & Kim, J. (1997). An investigation of the relationship between international activities and capital structure. *Journal of Information Systems*, 28, 563–577.
- Chen, C.J. & Yu, C.M.J. (2011). FDI, Export, and Capital Structure: an Agency Theory Perspective. *Management International Review*, 51, 295-320.
- Chkir, I.E. & Cosset, J.C. (2001). Diversification Strategy and Capital Structure of Multinational Corporations. *Journal of Multinational Financial Management*, 11 (1), 17–37.
- Da Silva, P.N. (2009). *Dicionário de Citações*. Âncora Editora.

- Delen D., Halil Z., Cemil K. & Selim Z. (2013). A comparative analysis of machine learning systems for measuring the impact of knowledge management practices. *Decision Support Systems*, 54, 1150–1160.
- De Jong, A., Kabir, R. & Nguyen, T.T. (2008). Capital Structure around the world: The roles of firm – and country-specific determinants. *Journal of Banking and Finance*, 32 (9), 1954 – 1969.
- Doukas, J.A. & Pantzalis, C. (2003). Geographic Diversification and Agency Costs of Debt of Multinational Firms. *Journal of Corporate Finance*, 9 (1), 59–92.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2002). Testing Trade Off and Pecking Order predictions about dividends and debt. *Review of Financial Studies*, 15, 1–33.
- Fonseca, R.C. (coord.) (2009). Editorial. *Lusi 'news*, 10, 1.
- Fonseca, R.C. (coord.) (2013). Internacionalização. *Lusi 'news*, 24, 8.
- Friedlob, G.T. & Plewa, F.J. (1996). *Understanding Return on Investment*. New York, NY: John Wiley & Sons.
- Grupo Lusiaves (2014). *Manual de Acolhimento e Integração*.
- Grupo Lusiaves (2012). *25 anos - Uma história de sucesso*.
- Homaifar, G., Zietz, J. & Benkato, O. (1994). An Empirical Model of Capital Structure: some new evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, 21, 1–14.
- INE (2007). Classificação Portuguesa das Actividades Económicas Rev.3. *Tema D Economia e Finanças*.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of free cash flow, Corporate Finance and takeover. *American Economic Review*, 76, 323–329.
- Jensen, M. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Johanson, J. & Vahlne, J. (1977). The Internationalization Process of the Firm – A model of knowledge development and increasing foreign market commitments. *Journal of International Business Studies*, 8 (1), 23-32.
- Joliet, R. & Muller, A. (2013). Capital Structure effects of international expansion. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(5), 375-393.

- Kale, J.R. & Noe, T.H. (1990). Dividends, Uncertainty and Underwriting Costs under Asymmetric Information. *The Journal of Financial Research*, 13, 265-277.
- Kraus, A. & Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28 (4), 911-922.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, R.V.A. (1998). Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, 106, 1113-1115.
- Lee, W.S. & Kwok, C.C. (1988). Domestic and International Practice of Deposit Insurance: a survey. *Journal of Multinational Financial Management*, 10, 29-62.
- Mansi, S.A. & Reeb, D.M. (2002). Corporate International Activity and Debt Financing. *Journal of International Business Studies*, 33 (1), 129-147.
- Mishra, D. & Tannous, G. (2010). Securities Laws in the Host Countries and the Capital Structure of US Multinationals. *International Review of Economics and Finance*, 19 (3), 483-500.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48 (3), 261-287.
- Modigliani, F. & Miller, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction. *The American Economic Review*, 53 (3), 433-443.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, 147-75.
- Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575-592.
- Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Neves, J.C. (2006). *Análise Financeira Técnicas Fundamentais*. Texto Editores.
- Rajan, R.G. & Zingales, L. (1995). What do we know about Capital Structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50 (5), 1421-1460.
- Reeb, D.M., Kwok, C.C. & Baek, H.Y. (1998). Systematic Risk of the Multinational Corporation. *Journal of International Business Studies*, 29, 263-279.

- Reeb, D.M., Mansi, S. & Allee, J. (2001). Firm Internationalization and the Cost of Debt Financing: Evidence from non-provisional publicly traded debt. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36 (3), 395-414.
- Rocha, E. (1984). Crescimento Económico em Portugal nos anos de 1960-73: alteração estrutural e ajustamento da oferta à procura de trabalho. (5ª Edição). *Análise Social*, 10 (84), 621-644.
- Saito, R. & Hiramoto, E. (2010). Foreign Activity Effects and Capital Structure: Brazilian evidence. *Academia, Revista Latinoamericana de Administración*, 45, 59-75.
- Singh, M. & Nejadmalayeri, A. (2004). Internationalization, Capital Structure, and Cost of Capital: Evidence from French corporations. *Journal of Multinational Financial Management*, 14 (2), 153-169.
- Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3-27.
- Sullivan, D. (1994). Measuring the Degree of Geographic Diversification of a Firm. *Journal of International Business Studies*, 25, 325-334.
- White, H. (1980). A Heteroskedasticity - Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test of Heteroskedasticity. *Econometrica*, 48, 817-838.
- Wooldridge, J.M., (2006). *Introdução à Econometria*. (2ª Edição). São Paulo: Pioneira Thomson Learning.
- www.grupolusiaves.pt.